

Raport o inflacji marzec 2011 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, marzec 2011 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych; zostały w nim uwzględnione dane dostępne do 21 lutego 2011 r. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych.

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
1.4. Światowe rynki surowców	15
2. Gospodarka krajowa.....	17
2.1. Procesy inflacyjne.....	17
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	17
2.1.2. Inflacja bazowa	18
2.1.3. Kryterium stabilności cen z Maastricht.....	18
2.1.4. Ceny produkcji sprzedanej	19
2.1.5. Ceny importu.....	19
2.1.6. Oczekiwania inflacyjne.....	19
2.2. Popyt i produkcja.....	20
2.2.1. Popyt konsumpcyjny	21
2.2.2. Popyt inwestycyjny	23
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych.....	25
2.2.4. Eksport i import.....	27
2.2.5. Produkcja.....	28
2.3. Rynek pracy	28
2.4. Rynki finansowe.....	31
2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe.....	31
2.4.2. Ceny mieszkań.....	32
2.4.3. Kurs walutowy	33
2.5. Kredyt i pieniądz.....	33
2.5.1. Kredyty	33
2.5.2. Depozyty i agregaty monetarne	36
2.6. Bilans płatniczy	37
3. Polityka pieniężna w okresie październik 2010 - marzec 2011 r.....	39
4. Projekcja inflacji i PKB	55
5. Wyniki głosowań RPP w okresie wrzesień - grudzień 2010 r.....	65

Synteza

W ostatnich kilku kwartałach trwało ożywienie w gospodarce światowej. Skala poprawy koniunktury gospodarczej na świecie jest nadal silnie zróżnicowana: ożywienie w gospodarkach rozwiniętych jest słabsze niż w gospodarkach rozwijających się, zwłaszcza azjatyckich. Ponadto w 2010 r. występowało silne zróżnicowanie dynamiki wzrostu w krajach rozwiniętych. Szybszy wzrost odnotowały te kraje rozwinięte, które dużą część swojego eksportu kierują do gospodarek wschodzących w Azji (Niemcy, Szwajcaria, Szwecja, Japonia) lub Ameryce Łacińskiej (Stany Zjednoczone). Słaba koniunktura utrzymywała się w peryferyjnych krajach strefy euro.

Od kilku kwartałów obserwowany jest silny wzrost światowych cen surowców, w tym ropy naftowej i żywności. Przyczynił się on do globalnego wzrostu inflacji. Wzrost inflacji dotyczy zwłaszcza dużej części gospodarek rozwijających się, w których presja inflacyjna jest wzmacniana przez silny wzrost PKB. W przypadku największych gospodarek rozwiniętych umiarkowane tempo wzrostu aktywności gospodarczej oddziałuje w kierunku ograniczenia wzrostu inflacji.

W ostatnim okresie sytuacja na światowych rynkach finansowych pozostawała pod wpływem umiarkowanie korzystnych danych makroekonomicznych ze Stanów Zjednoczonych i Niemiec, którym towarzyszyły jednak obawy o stabilność finansów publicznych w peryferyjnych krajach strefy euro i kondycję europejskiego sektora bankowego. Wzrosły rentowności obligacji Stanów Zjednoczonych i Niemiec. Jednocześnie, w przeciwieństwie do II kw. ub. r., wzrost napięć w strefie euro pod koniec 2010 r. nie przełożył się na wzrost globalnej awersji do ryzyka.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną, w tym niekonwencjonalne działania w ramach ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej. W przeciwieństwie do głównych gospodarek rozwiniętych, banki centralne w niektórych małych gospodarkach rozwiniętych oraz w gospodarkach wschodzących kontynuowały zacieśnianie polityki pieniężnej.

W 2010 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce wyniosło 2,6%, tj. było zbliżone do celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. W ostatnich miesiącach nastąpił jednak wyraźny wzrost inflacji powyżej 2,5% - do 3,1% w grudniu 2010 r. i 3,8% (dane wstępne) w styczniu 2011 r. Główną przyczyną wzrostu inflacji w okresie październik - grudzień 2010 r. był skokowy wzrost cen paliw, a także gazu i opału. Istotnym czynnikiem powodującym utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie była też wysoka dynamika cen żywności. Dodatkowo do wzrostu inflacji w grudniu 2010 r. przyczynił się efekt bazy związany z cenami usług internetowych. Przyspieszenie inflacji w styczniu 2011 r. wynikało przede wszystkim z przełożenia się na ceny krajowe wzrostu stawek VAT od 1 stycznia br. oraz dalszego wzrostu cen surowców rolnych i ropy naftowej na rynkach światowych, a także z podwyżek cen administrowanych w grupie nośników energii.

Wzrost światowych cen surowców energetycznych, rolnych oraz metali przełożył się na wzrost w III kw. 2010 r. cen importu towarów wyrażonych w złotych (po okresie ich spadku w pierwszej połowie 2010 r.), jak również przyczynił się do dalszego silnego wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu w IV kw. 2010 r.

Prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku kształtują się od sierpnia 2010 r. w przedziale 2,9-3,1%. Z kolei oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w IV kw. 2010 r. zwiększyły się do 3,4%, co jednak wynikało z wyższej bieżącej inflacji, a nie pogorszenia

struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe. W okresie listopad 2010 r. - luty 2011 r. wzrost bieżącej inflacji przełożył się również na podwyższenie oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych. Na wzrost oczekiwań inflacyjnych mogła też mieć wpływ podwyżka stawek VAT od początku 2011 r.

W III kw. 2010 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł o 4,2% r/r wobec 3,5% r/r w II kw. 2010 r. Na podstawie wstępnych danych GUS o PKB w 2010 r. można szacować, że w IV kw. 2010 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł o 4,3% r/r. Dynamika spożycia indywidualnego w drugiej połowie 2010 r. istotnie wzrosła, kształtując się na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej. W porównaniu z pierwszą połową 2010 r. wyraźnie zwiększyło się również tempo wzrostu spożycia publicznego. Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w drugim półroczu 2010 r. była nieznacznie dodatnia, co było efektem poprawy dynamiki wydatków na środki trwałe zarówno sektora publicznego, jak i przedsiębiorstw. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w III kw. był bliski zera, natomiast w IV kw. 2010 r. był ujemny. Ujemny wkład eksportu netto w IV kw. 2010 r. częściowo wynikał ze zwiększonego importu na skutek przesunięcia wydatków związanego ze zmianami podatkowymi od początku 2011 r.

Dostępne dane wskazują, że stopień wykorzystania mocy produkcyjnych dalej wzrasta i kształtuje się obecnie nieco powyżej wieloletniej średniej, co przy relatywnie korzystnych ocenach ogólnego stanu koniunktury może sprzyjać poprawie dynamiki inwestycji w 2011 r. Czynnikiem ograniczającym skłonność przedsiębiorstw do inwestowania w 2011 r. pozostaje niepewność dotycząca perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce.

Pomimo wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, w 2010 r. nastąpiło dalsze pogłębienie deficytu sektora finansów publicznych, który w ujęciu ESA95 wzrósł do ok. 7,9% PKB. W 2010 r. zwiększył się również państwowy dług publiczny – do poziomu ok. 53,5% PKB. W 2011 r., uwzględniając zapowiedziane zacieśnienie wynikające z dostosowań strukturalnych oraz wprowadzenie zmian w systemie emerytalnym, deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA95 w 2011 r. ukształtuje się prawdopodobnie na poziomie poniżej 6% PKB.

W III i IV kw. 2010 r. obniżyła się dynamika polskiego eksportu, co wynikało w dużym stopniu ze spadku wartości eksportu środków transportu. Równocześnie, osłabienie dynamiki niemieckiego eksportu w drugiej połowie 2010 r. oddziaływało w kierunku zmniejszenia tempa wzrostu polskiego eksportu dóbr pośrednich. Spowolnienie dynamiki eksportu, charakteryzującego się relatywnie wysoką importochłonnością, miało wpływ na obniżenie dynamiki importu.

Na rynku pracy obserwowany jest dalszy wzrost zatrudnienia, na co wskazują zarówno dane BAEL o liczbie pracujących w III kw., jak i dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw w IV kw. 2010 r. i styczniu 2011 r. Jednocześnie silny przyrost liczby osób aktywnych zawodowo powoduje wzrost stopy bezrobocia. W IV kw. 2010 r. odnotowano wyraźny wzrost dynamiki wynagrodzeń w gospodarce, która okazała się istotnie wyższa niż w sektorze przedsiębiorstw, gdzie tempo wzrostu płac utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Wzrost wydajności pracy w gospodarce w III kw. 2010 r. był zbliżony do dynamiki wynagrodzeń nominalnych i w efekcie jednostkowe koszty pracy nieznacznie się obniżyły. Z kolei w IV kw. ub. r. według szacunków NBP dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce wzrosła do ok. 3%. W przemyśle od sierpnia 2009 r. utrzymuje się spadek jednostkowych kosztów pracy, typowy dla fazy ożywienia gospodarczego, przy czym od połowy 2010 r. jest on coraz słabszy.

W styczniu 2011 r. Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., co znalazło odzwierciedlenie we wzroście stawek rynku międzybankowego. Od publikacji poprzedniego *Raportu* wzrosły także rentowności polskich obligacji, do czego przyczyniły się oczekiwania podwyżek krótkoterminowych stóp procentowych i publikacja korzystnych danych o PKB w Polsce. W kierunku wzrostu rentowności oddziaływał także wzrost premii za ryzyko

towarzyszący eskalacji napięć w strefie euro pod koniec listopada 2010 r. Od publikacji poprzedniego *Raportu* zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku długu wzrosło, choć wolniej niż w ciągu ostatnich dwóch lat. Jednocześnie nastąpił dalszy wzrost zaangażowania nierezydentów na GPW w Warszawie.

W III kw. 2010 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie uległa istotnej zmianie. Ofertowe ceny mieszkań na rynku pierwotnym nieco wzrosły, natomiast ofertowe ceny na rynku wtórnym oraz transakcyjne ceny na rynkach pierwotnym i wtórnym nieznacznie się obniżyły.

Przez większość listopada 2010 r. kurs złotego był relatywnie stabilny, natomiast pod koniec miesiąca nastąpiło wyraźne osłabienie polskiej waluty związane ze wzrostem napięć na europejskim rynku finansowym wskutek kryzysu zadłużeniowego w części krajów strefy euro. Złoty zaczął się ponownie umacniać wobec dolara i euro w grudniu ub. r., jednak w dalszym ciągu słabł w stosunku do franka szwajcarskiego. W styczniu 2011 r. złoty zyskał na wartości wobec wszystkich trzech analizowanych walut.

Po wzroście we wcześniejszym okresie, w listopadzie i grudniu stan kredytów dla przedsiębiorstw w bankach krajowych zmniejszył się, a w styczniu ponownie wzrósł. W ujęciu rocznym dynamika kredytów dla przedsiębiorstw pozostała nieznacznie ujemna, choć systematycznie rosła. W analizowanym okresie utrzymało się ożywienie na rynku kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, któremu towarzyszył spadek zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych. W efekcie roczna dynamika kredytów mieszkaniowych utrzymała się na relatywnie wysokim poziomie, a konsumpcyjnych obniżyła się. W okresie wrzesień 2010 r. - styczeń 2011 r. roczne tempo wzrostu agregatu M3 kształtowało się na poziomie ok. 9%.

Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego wzrósł w III kw. 2010 r., do czego przyczyniło się przede wszystkim zwiększenie deficytu obrotów towarowych i spadek nadwyżki w transferach bieżących. Według wstępnych szacunków deficyt obrotów bieżących pogłębił się również w IV kw. 2010 r. W III kw. 2010 r. wzrosło saldo napływu kapitału do Polski, co było przede wszystkim wynikiem dalszego napływu netto inwestycji portfelowych. Również w IV kw. odnotowano nadwyżkę - choć znacznie mniejszą - na rachunku finansowym bilansu płatniczego.

Raport o inflacji ma następującą strukturę: W rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w październiku, listopadzie i grudniu 2010 r. oraz w styczniu 2011 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. umieszczone są w Rozdziale 3. Opis dyskusji na marcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 17 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

W rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z marcową projekcją - przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP - inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,8-3,7% w 2011 r. (wobec 2,5-3,5% w projekcji październikowej), 2,2-3,4% w 2012 r. (wobec 2,4-3,7%) oraz 2,1-3,7% w 2013 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,3-5,1% w 2011 r. (wobec 3,3-5,5% w październikowej projekcji), 2,3-4,8% w 2012 r. (wobec 2,8-5,5%) oraz 1,7-4,4% w 2013 r.

Rozdział 1

Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki

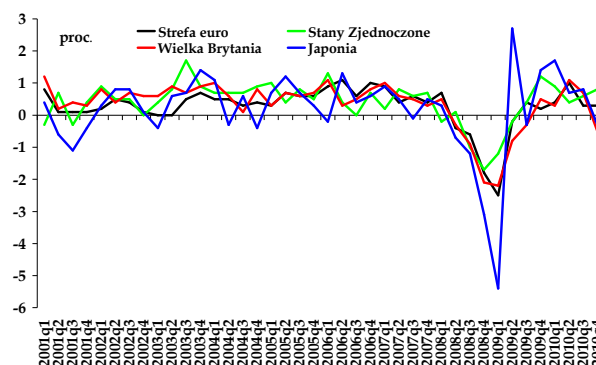
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

W ostatnich kilku kwartałach trwało ożywienie w gospodarce światowej. Skala poprawy koniunktury gospodarczej na świecie jest nadal silnie zróżnicowana: ożywienie w gospodarkach rozwiniętych jest słabsze niż w gospodarkach rozwijających się, zwłaszcza azjatyckich. Ponadto w 2010 r. występowało silne zróżnicowanie dynamiki wzrostu w krajach rozwiniętych. Szybszy wzrost odnotowały te kraje rozwinięte, które dużą część swojego eksportu kierują do gospodarek wschodzących w Azji (Niemcy, Szwajcaria, Szwecja, Japonia) lub Ameryce Łacińskiej (Stany Zjednoczone). Słaba koniunktura utrzymywała się w peryferyjnych krajach strefy euro.

Dane napływające w ostatnim okresie sygnalizują, że wzrost w gospodarce światowej w IV kw. ub. r. nieco przyspieszył w porównaniu z III kw., w szczególności nastąpił wzrost wolumenu handlu światowego (Wykres 1.3) oraz poprawa globalnych wskaźników koniunktury w przemyśle i usługach¹. W kierunku wyższego wzrostu gospodarczego oddziałuje stopniowa odbudowa konsumpcji prywatnej w gospodarkach rozwiniętych oraz nadal silny popyt wewnętrzny w krajach wschodzących. Niekorzystnie na wzrost oddziałuje głęboka nierównowaga fiskalna w

Wykres 1.1

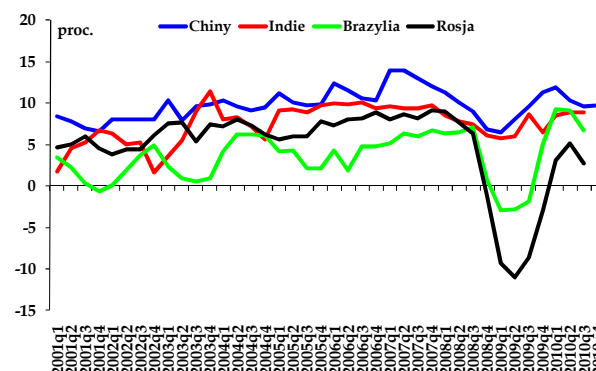
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.2

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



Źródło: Dane Reuters, OECD.

¹ Globalny wskaźnik aktywności w przetwórstwie przemysłowym i usługach (JP Morgan Global Manufacturing & Services PMI) wzrósł z 52,6 pkt proc. we wrześniu do 57,0 pkt proc. w grudniu 2010 r.

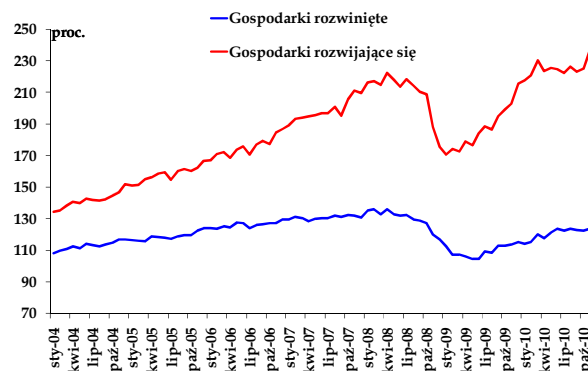
wielu krajach. Zwiększa ona niepewność dotyczącą przyszłej koniunktury, w tym rodzi obawy o kryzys fiskalny (stanowi on nadal potencjalne zagrożenie dla stabilności finansowej strefy euro). Istotnym czynnikiem niepewności dla rozwoju sytuacji gospodarczej na świecie pozostają także skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez główne banki centralne².

W drugiej połowie 2010 r. dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych przyspieszyła: w III i IV kw. wyniosła odpowiednio 0,6% kw/kw i 0,8% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe (wobec 0,4% kw/kw w II kw. ub. r.; Wykres 1.1). W III kw. na przyspieszenie dynamiki PKB złożyło się zmniejszenie ujemnego wkładu eksportu netto oraz wzrost dodatniego wkładu zmiany zapasów do wzrostu PKB. W kierunku osłabienia tempa wzrostu oddziaływało natomiast spowolnienie inwestycji w maszyny i urządzenia oraz inwestycji mieszkaniowych. W IV kw. na przyspieszenie dynamiki PKB miały wpływ: wzrost dynamiki konsumpcji prywatnej i inwestycji mieszkaniowych oraz spadek tempa wzrostu importu przy jednoczesnym przyspieszeniu eksportu. Tempo wzrostu PKB ograniczał silny spadek wkładu zapasów oraz spowolnienie wzrostu inwestycji w maszyny i urządzenia. Jednocześnie, pomimo postępującego ożywienia gospodarczego, bezrobocie w Stanach Zjednoczonych jest nadal wysokie. Brakuje wyraźnych sygnałów świadczących o odwróceniu negatywnych tendencji na rynku mieszkaniowym.

Po przyspieszeniu w pierwszej połowie 2010 r. wzrost PKB w strefie euro wyraźnie spowolnił w III kwartale ub. r. (do 0,3% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe wobec 1,0% kw/kw w II kw. ub. r.). Za spowolnienie wzrostu odpowiadał spadek nakładów inwestycyjnych oraz malejący wkład wzrostu zapasów (Wykres 1.4). Konsumpcja prywatna, której odbudowa jest ograniczana przez nadal niekorzystną sytuację na rynku pracy (Wykres 1.6), utrzymała niewielki dodatni wkład do

Wykres 1.3

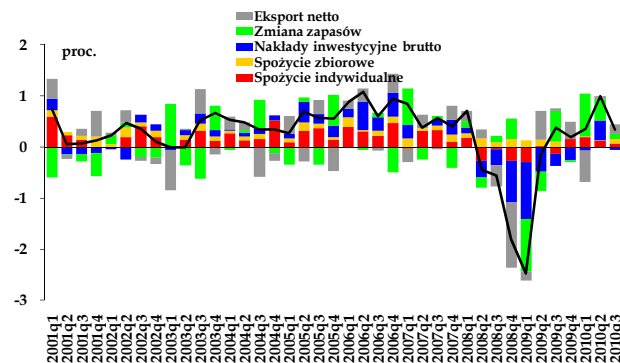
Wolumen importu (2000 r.=100).



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

Wykres 1.4

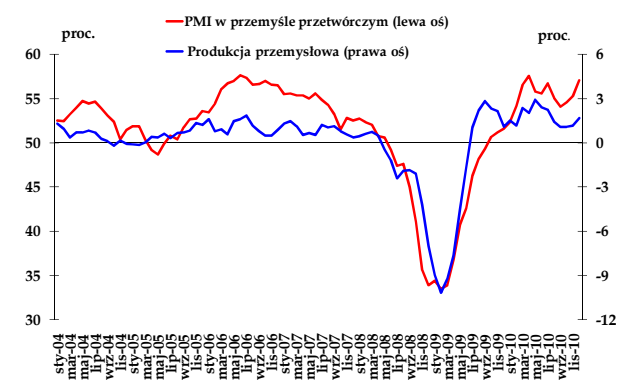
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.5

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.

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

wzrostu PKB. W kierunku wzrostu PKB nadal oddziaływał również eksport netto, wspierany przez deprecjację euro w pierwszej połowie 2010 r. oraz ożywienie w gospodarce światowej. Według wstępnych szacunków, w IV kw. ub. r. dynamika PKB w strefie euro utrzymała się na poziomie 0,3% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe. Na stabilizację aktywności gospodarczej w strefie euro w tym okresie wskazują również dane dotyczące koniunktury w przemyśle (Wykres 1.5). W drugiej połowie 2010 r. wciąż wyraźne było zróżnicowanie skali ożywienia gospodarczego pomiędzy głównymi gospodarkami strefy euro (Niemcy, Francja), a gospodarkami krajów najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym i fiskalnym, odnotowującymi niski poziom aktywności (Grecja, Irlandia, Portugalia i Hiszpania).

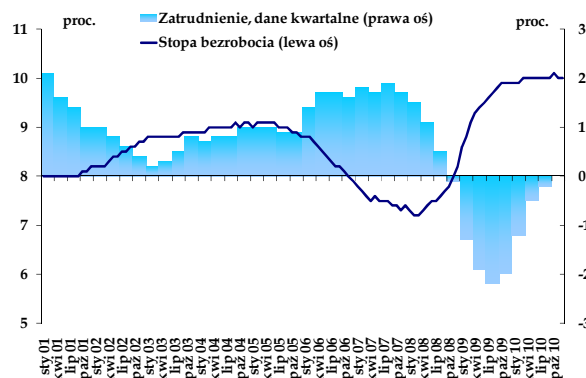
W Wielkiej Brytanii wzrost PKB w drugiej połowie 2010 r. uległ wyraźnemu osłabieniu. Wprowadzie dynamika PKB w III kw. ub. r. pozostała stosunkowo wysoka (0,7% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe, wobec 1,1% kw/kw w II kw. ub. r.), ale w IV kw. ub. r. miał miejsce spadek PKB o 0,5% kw/kw. Spadek ten mógł jednak w dużym stopniu wynikać z niekorzystnych warunków pogodowych w IV kw. ub. r., które negatywnie wpłynęły na produkcję w budownictwie i sektorze usług.

Wzrost gospodarczy w Chinach, Brazylii i Indiach utrzymuje się na wysokim poziomie, natomiast w Rosji nadal jest istotnie niższy niż w największych gospodarkach wschodzących (Wykres 1.2). W III kw. ub. r. dynamika PKB w Chinach obniżyła się do 9,6% r/r z 10,3% r/r w II kw., po czym w IV kw. wzrosła do 9,8% r/r (Wykres 1.2). Nieznaczne spowolnienie rocznej dynamiki PKB w drugiej połowie roku wynikało ze zmniejszenia skali inwestycji rządowych. Jednocześnie nastąpiło ożywienie dynamiki konsumpcji prywatnej, związane z rosnącymi dochodami gospodarstw domowych.

W III kw. ub. r. PKB wzrósł w ujęciu kwartalnym we wszystkich nowych krajach członkowskich UE spoza strefy euro (Wykres 1.7, Wykres 1.8) z wyjątkiem Rumunii, gdzie odnotowano spadek PKB o 0,7% kw/kw. W analizowanym okresie nadal występowało wyraźne zróżnicowanie tempa i struktury wzrostu w tych gospodarkach. Szybszy wzrost

Wykres 1.6

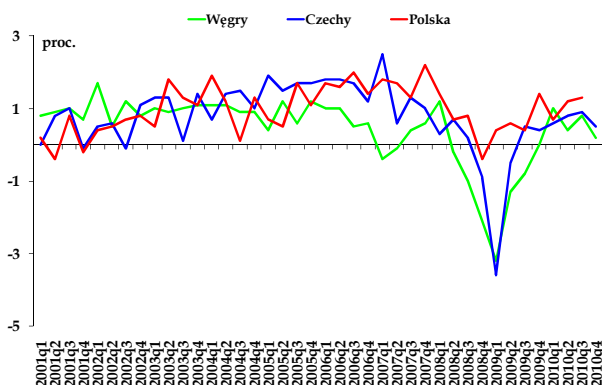
Zatrudnienie (r/r) oraz stopa bezrobocia w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.7

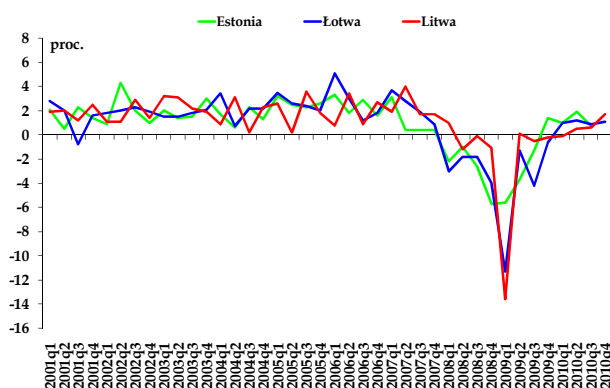
Wzrost PKB w Czechach, na Węgrzech i w Polsce (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.8

Wzrost PKB w krajach bałtyckich (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

odnotowały gospodarki Łotwy i Czech, natomiast wolniej rozwijały się gospodarki Litwy, Estonii, Węgier i Bułgarii. Według wstępnych szacunków w IV kw. ub. r. wszystkie nowe kraje członkowskie UE spoza strefy euro odnotowały wzrost gospodarczy w ujęciu kwartalnym, przy czym był on najszybszy w Bułgarii i krajach bałtyckich, nieco wolniejszy w Czechach, a na Węgrzech i w Rumunii bliski zera.

1.2. Procesy inflacyjne za granicą

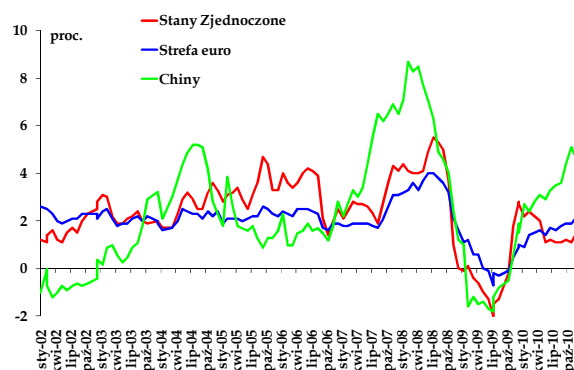
Od kilku kwartałów obserwowany jest silny wzrost światowych cen surowców, w tym ropy naftowej i żywności. Przyczynił się on do globalnego wzrostu inflacji. Wzrost inflacji dotyczy zwłaszcza dużej części gospodarek rozwijających się, w których presja inflacyjna jest wzmacniana przez silny wzrost PKB. W przypadku największych gospodarek rozwiniętych umiarkowane tempo wzrostu aktywności gospodarczej oddziałuje w kierunku ograniczenia wzrostu inflacji.

Od publikacji ostatniego *Raportu* inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych, po okresie stabilizacji na poziomie nieco powyżej 1%, w grudniu 2010 r. i styczniu 2011 r. wzrosła do 1,5-1,6%. (Wykres 1.9). Jednocześnie stopniowo rosła inflacja HICP w strefie euro, przekraczając pod koniec 2010 r. poziom 2%. W Niemczech inflacja HICP wzrosła do 2,0% w styczniu 2011 r. Kształtujące się nadal na niskim poziomie wskaźniki inflacji bazowej wskazują jednak na brak wyraźniej presji inflacyjnej w głównych gospodarkach rozwiniętych. W Stanach Zjednoczonych i strefie euro na utrzymanie się inflacji bazowej na niskim poziomie wpływa w szczególności wciąż wysokie bezrobocie. Równocześnie inflacja CPI w Chinach i innych krajach rozwijających się rosła ze względu na wzrost cen surowców oraz wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych.

We wszystkich krajach Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich miesiącach 2010 r. odnotowano wzrost inflacji (Wykres 1.10; Wykres 1.11). W przeważającej części był to efekt wzrostu dynamiki cen żywności i energii, przy wciąż niskiej inflacji bazowej.

Wykres 1.9

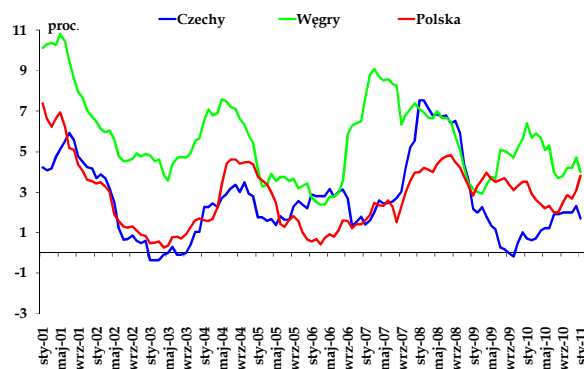
Inflacja CPI w największych gospodarkach (r/r).



Źródło: Dane OECD, Eurostatu, MFW.

Wykres 1.10

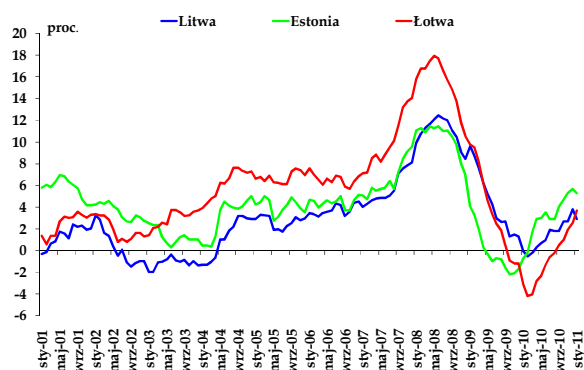
Inflacja CPI w Czechach, Polsce i na Węgrzech (r/r).



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

Wykres 1.11

Inflacja CPI w krajach bałtyckich (r/r).



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą

W ostatnim okresie sytuacja na światowych rynkach finansowych pozostawała pod wpływem umiarkowanie korzystnych danych makroekonomicznych ze Stanów Zjednoczonych i Niemiec, którym towarzyszyły jednak obawy o stabilność finansów publicznych w peryferyjnych krajach strefy euro i kondycję europejskiego sektora bankowego.

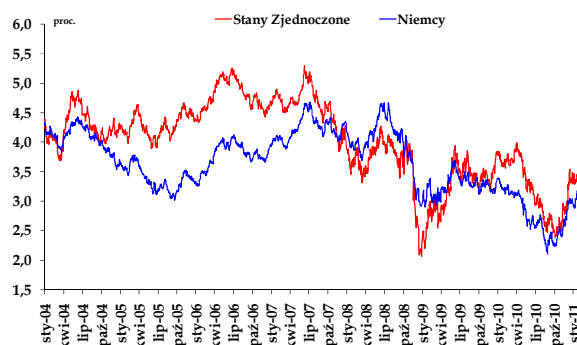
W listopadzie ub. r. doszło do kolejnej – od maja 2010 r. – eskalacji napięć w strefie euro. Tym razem przyczyną był wzrost potrzeb pożyczkowych Irlandii oraz nasilenie się problemów z ich realizacją na rynkach finansowych. W rezultacie doszło do silnego wzrostu rentowności obligacji oraz cen CDS opiewających na obligacje skarbowe krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, które pozostają na podwyższonych poziomach (Wykres 1.13).

Jednocześnie, w przeciwieństwie do II kw. ub. r., wzrost napięć w strefie euro pod koniec 2010 r. nie przełożył się na wzrost globalnej awersji do ryzyka. W IV kw. ub. r. oraz w styczniu i lutym br. wyraźnie wzrosły ceny akcji na głównych światowych giełdach (Wykres 1.15). W tym samym okresie wyhamowały wzrosty cen akcji na giełdach w gospodarkach wschodzących.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wzrosły rentowności obligacji Stanów Zjednoczonych i Niemiec (Wykres 1.12), głównie w związku z publikacją relatywnie korzystnych danych o koniunkturze w tych gospodarkach. Stosunkowo dobre dane makroekonomiczne i wzrost cen surowców, przekładając się na wzrost obaw inflacyjnych, przybliżyły oczekiwany przez rynki okres, gdy banki zaczną zacieśniać politykę pieniężną, co podwyższyło oczekiwaną wysokość krótkoterminowych stóp procentowych. Wzrost rentowności obligacji amerykańskich mógł wynikać także ze wzrostu premii za ryzyko związanego z obawami o pogorszenie się sytuacji w budżecie Stanów Zjednoczonych wskutek wprowadzenia nowego

Wykres 1.12

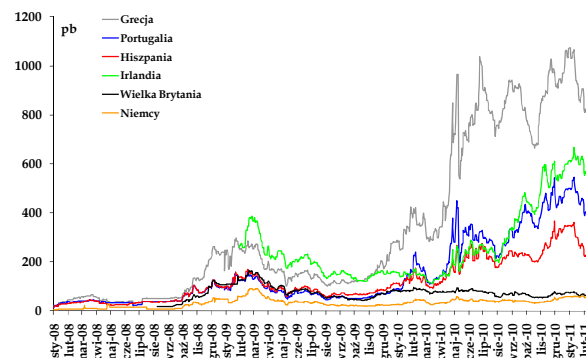
Rentowność 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech.



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.13

Stawki CDS w wybranych krajach rozwiniętych.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.14

Kurs euro względem dolara (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane Bloomberg.

pakietu stymulującego gospodarkę.

Nasilenie się kryzysu zadłużeniowego w części krajów strefy euro w listopadzie ub. r. doprowadziło w tym miesiącu do deprecjacji euro względem dolara amerykańskiego. Od grudnia kurs euro umocnił się (Wykres 1.14). Aprecjacja euro mogła być związana z relatywnym zmniejszeniem się obaw o wypłacalność peryferyjnych krajów strefy euro (odzwierciedlonym w spadku stawek CDS), związanym w szczególności z nasileniem prac nad ostatecznym kształtem Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej. Aprecjacji euro mógł sprzyjać również wzrost oczekiwań na wcześniejsze niż dotychczas oceniano podwyższenie stóp procentowych przez EBC.

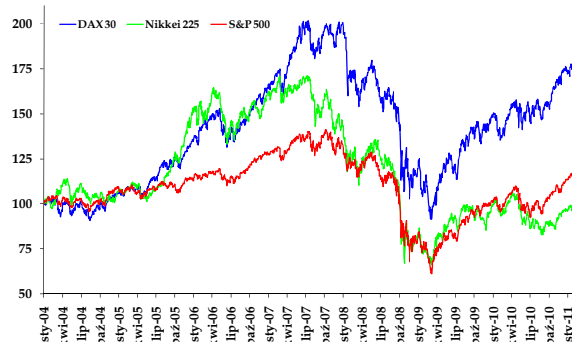
Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły ekspansywną politykę pieniężną (Wykres 1.16). Fed utrzymał stopę procentową na poziomie 0,00-0,25%, Europejski Bank Centralny (EBC) na poziomie 1,00%, Bank Anglii na poziomie 0,50%, a Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) nie zmienił 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.

W listopadzie ub. r. Fed ogłosił decyzję o dalszym ilościowym łagodzeniu polityki pieniężnej i rozpoczął zakupy obligacji skarbowych o wartości ok. 75 mld USD miesięcznie. Całkowita wartość zakupionych obligacji ma wynieść 600 mld USD, a program ma się zakończyć w połowie 2011 r. W efekcie nasilenia się napięć na rynkach finansowych w związku z kryzysem zadłużeniowym w części krajów strefy euro, EBC zwiększył w listopadzie i grudniu ub. r. oraz w pierwszej połowie stycznia br. skalę skupu obligacji rządowych. Po względnym uspokojeniu sytuacji na rynkach finansowych w styczniu br., EBC wstrzymał zakupy obligacji. W lutym br. - w odpowiedzi na nasilenie się obaw o sytuację fiskalną i wzrost rentowności obligacji rządowych Portugalii - EBC dokonał zakupu obligacji rządowych tego kraju.

W przeciwieństwie do głównych gospodarek rozwiniętych, banki centralne w niektórych małych gospodarkach rozwiniętych (m. in. w

Wykres 1.15

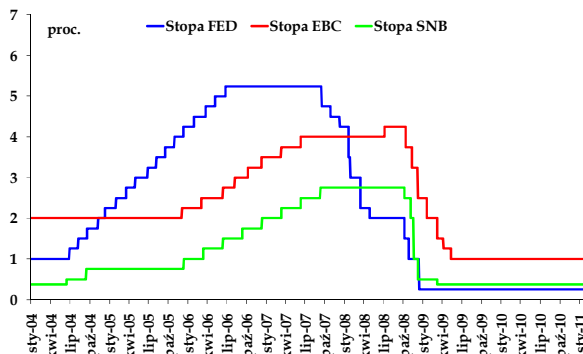
Indeksy giełdowe w Niemczech (DAX 30), Japonii (Nikkei 225) i Stanach Zjednoczonych (S&P 500), styczeń 2004 r. = 100.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 1.16

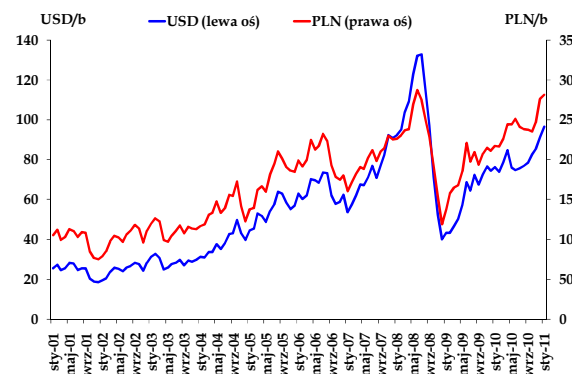
Stopa funduszy federalnych Fed, stopa refinansowa EBC i stopa procentowa SNB.



Źródło: Dane banków centralnych.

Wykres 1.17

Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Szwecji, Kanadzie i Australii) oraz w gospodarkach wschodzących (m. in. w Chinach, Indiach, Korei Południowej, Chile, Peru oraz na Węgrzech) kontynuowały zacieśnianie polityki pieniężnej. Od publikacji poprzedniego *Raportu* kursy walut wschodzących nie aprecjonowały, co można częściowo wiązać z podjęciem przez niektóre banki centralne interwencji walutowych w celu przeciwdziałania nadmiernemu umocnieniu kursów ich walut.

1.4. Światowe rynki surowców

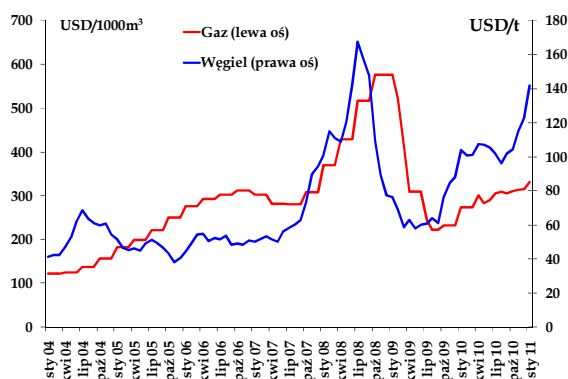
Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny ropy naftowej znacząco wzrosły i obecnie kształtują się na poziomie nieco powyżej 100 USD/b (Wykres 1.17). Wzrostowa tendencja na rynku surowców jest w znacznym stopniu związana z czynnikami długookresowymi, tj. z rosnącym popytem, zwłaszcza krajów wschodzących, przy ograniczonym w perspektywie kilku najbliższych lat wzroście podaży. Wzrostowi cen ropy sprzyjał spadek poziomu zapasów tego surowca wynikający z utrzymania produkcji w krajach OPEC na niskim poziomie, mimo wzrostu konsumpcji i podniesienia prognoz globalnego zapotrzebowania na ropę. Do wzrostu cen przyczyniły się również: decyzja FED o kontynuacji ekspansywnej polityki pieniężnej, ponowny wzrost zainteresowania inwestorów finansowych rynkami surowcowymi oraz niespokojna sytuacja polityczna w krajach Maghrebu na początku 2011 r.

Ceny węgla wzrosły w styczniu 2011 r. do 142 USD/t (wobec 104 USD/t w październiku 2010 r.). Natomiast ceny gazu ziemnego, po okresie stabilizacji, wzrosły na początku br. do ok. 330 USD/1000 m³ (wobec 311 USD/1000 m³ w październiku 2010 r.; Wykres 1.18).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nadal rosły ceny surowców rolnych na rynkach światowych. Indeks cen żywności wzrósł w okresie październik 2010 r. - styczeń 2011 r. o 6,1% (przyrost ten był jednym z najsilniejszych w latach 1999-2010; Wykres 1.19). W kierunku wzrostu cen surowców rolnych oddziaływały niekorzystne warunki agrometeorologiczne. Znaczący wpływ na kształtowanie się cen surowców rolnych miała duża podaż płynności

Wykres 1.18

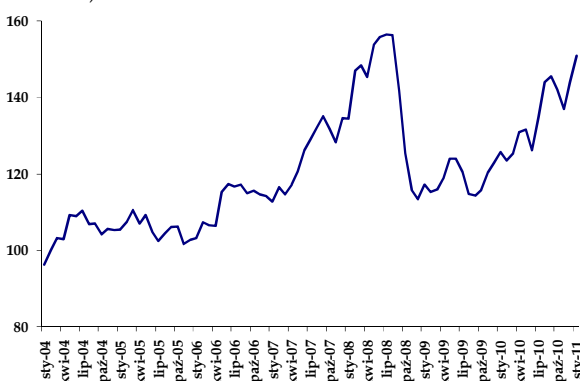
Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

Wykres 1.19

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



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

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

na globalnych rynkach finansowych, która sprzyjała działalności spekulacyjnej na rynkach terminowych. Czynnikiem o długookresowym charakterze, oddziałującym w kierunku wyższych cen żywności, może być zwiększona produkcja biopaliw.

Rozdział 2

Gospodarka krajowa

2.1. Procesy inflacyjne

2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

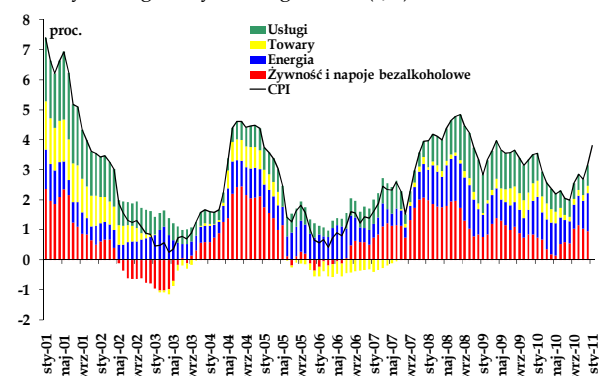
W 2010 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce wyniosło 2,6%, tj. było zbliżone do celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. W ostatnich miesiącach nastąpił jednak wyraźny wzrost inflacji powyżej 2,5% - do 3,1% w grudniu 2010 r. i 3,8% (według wstępnych danych GUS) w styczniu 2011 r.³ (Wykres 2.1).

Główną przyczyną wzrostu inflacji w okresie październik - grudzień 2010 r. był skokowy wzrost cen energii, w tym przede wszystkim cen paliw (wskutek wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych), a także gazu (efekt wejścia w życie od października ub. r. wyższych taryf) i opału (Wykres 2.2). Dodatkowo do wzrostu inflacji w grudniu 2010 r. przyczynił się efekt bazy, będący konsekwencją silnego spadku cen usług internetowych w grudniu 2009 r.

Istotnym czynnikiem powodującym utrzymywanie się inflacji w analizowanym okresie na podwyższonym poziomie była też wysoka dynamika cen żywności. Do wzrostu cen żywności przyczyniła się niekorzystna sytuacja podażowa na krajowym rynku

Wykres 2.1

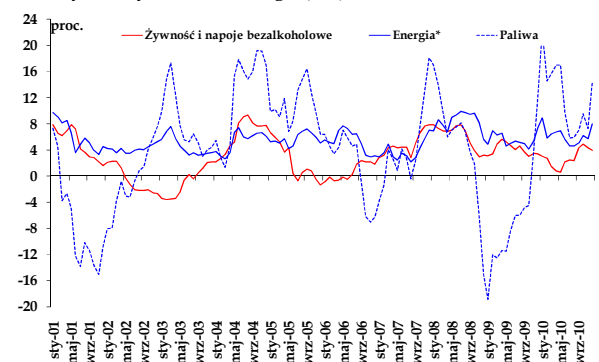
Zmiany CPI i głównych kategorii cen (r/r).



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).

³ Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane w związku ze zmianą wag w koszyku CPI przeprowadzaną na początku każdego roku. Ze względu na wstępny charakter danych, GUS nie opublikował informacji o zmianach cen wszystkich składowych koszyka konsumpcyjnego, co uniemożliwia przeprowadzenie pogłębionej analizy zmian cen w poszczególnych grupach.

owoców, warzyw i zbóż, związana ze złymi warunkami agrometeorologicznymi panującymi wiosną i latem 2010 r. W tym samym kierunku oddziaływał obserwowany od początku ub. r. wzrostowy trend cen surowców rolnych na rynkach światowych (por. rozdział 1.4 Światowe rynki surowców).

Przyspieszenie inflacji w styczniu 2011 r. wynikało przede wszystkim z przełożenia się na ceny krajowe wzrostu stawek VAT od 1 stycznia br. oraz dalszego wzrostu cen surowców rolnych i ropy naftowej na rynkach światowych, a także z podwyżek administrowanych cen nośników energii.

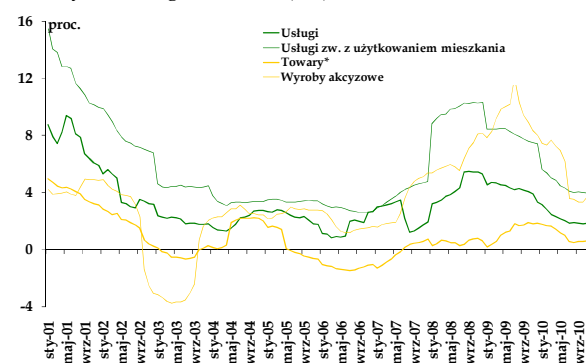
2.1.2. Inflacja bazowa

W okresie październik - grudzień 2010 r. wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii, który od lipca ub. r. pozostawał na niezmiennym poziomie 1,2% r/r, wzrósł w grudniu ub. r. do 1,6% r/r. Przyczynił się do tego przede wszystkim wspomniany efekt bazy związany z dużym spadkiem cen usług internetowych pod koniec 2009 r. W kierunku wzrostu inflacji bazowej oddziaływał również wzrost cen wyrobów tytoniowych oraz towarów związanych z rekreacją i kulturą (gazety, czasopisma, książki). Według wstępnych szacunków NBP⁴, w styczniu br. wskaźnik inflacji bazowej wzrósł do 1,9% r/r, co wynikało głównie z podwyżki stawek VAT od 1 stycznia br.

2.1.3. Kryterium stabilności cen z Maastricht

W okresie październik - grudzień 2010 r. dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, obniżyła się nieznacznie z 2,8% do 2,7%. W tym samym okresie, według szacunków NBP, wartość referencyjna dla kryterium inflacyjnego wzrosła

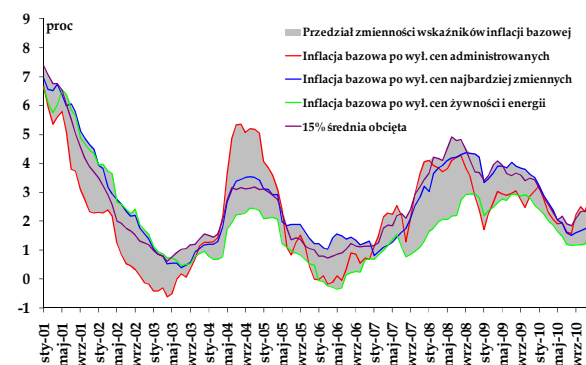
Wykres 2.3
Zmiany cen usług i towarów (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

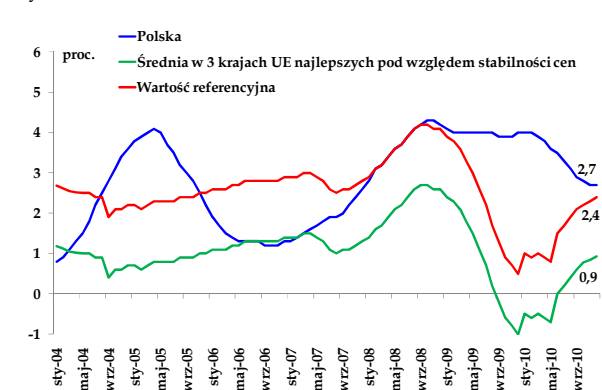
*Kategoria *towary* nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz energii.

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, szacunki i obliczenia NBP.

⁴ Ostateczne dane o inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii w styczniu br., wraz z pozostałymi wskaźnikami inflacji bazowej NBP opublikuje w marcu br., po publikacji przez GUS zrewidowanych danych o inflacji i wag koszyka CPI.

z 2,2% do 2,4%⁵ (Wykres 2.5). W rezultacie różnica między dwunastomiesięczną średnią inflacją HICP w Polsce a wartością referencyjną w okresie październik - grudzień 2010 r. zmniejszyła się z 0,6 pkt proc. do 0,3 pkt proc.

2.1.4. Ceny produkcji sprzedanej

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrosły w IV kw. 2010 r. o 4,9% r/r (po wzroście o 4,0% r/r w poprzednim kwartale)⁶, co było związane przede wszystkim z przyspieszeniem wzrostu cen w przetwórstwie przemysłowym (Wykres 2.6). Do wzrostu PPI w analizowanym okresie przyczynił się głównie dalszy wzrost cen surowców na rynkach światowych.

Dynamika cen producenta na rynku krajowym w IV kw. 2010 r. wzrosła do 6,4% r/r (wobec 5,2% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.6), a na rynku dóbr eksportowanych - do 1,5% r/r (wobec odpowiednio 1,2% r/r).

2.1.5. Ceny importu

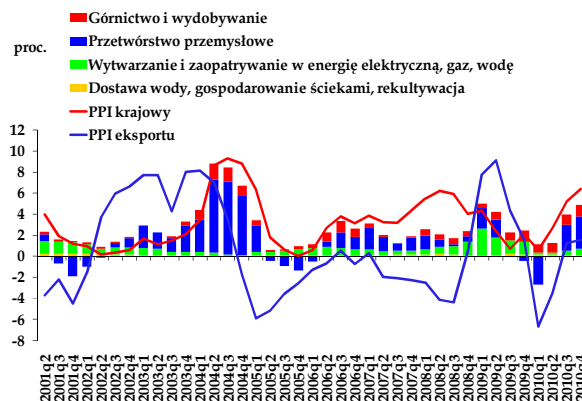
W III kw. 2010 r. ceny importu towarów wyrażone w złotych wzrosły o 7,6% r/r wobec spadku o 3,5% r/r w poprzednim kwartale (Wykres 2.7), czemu towarzyszyło dalsze osłabienie tendencji aprecjacyjnej złotego w ujęciu rocznym. Do wzrostu tych cen przyczynił się przede wszystkim wzrost cen surowców energetycznych i metali, a także artykułów spożywczych. Jednocześnie zmniejszyła się skala spadku cen importowanych dóbr trwałego użytku.

2.1.6. Oczekiwania inflacyjne

Prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku od sierpnia 2010 r. kształtują się w przedziale 2,9-3,1% (w lutym 2011 r. oczekiwana przez analityków inflacja wyniosła 3,0%; Wykres 2.8).

Wykres 2.6

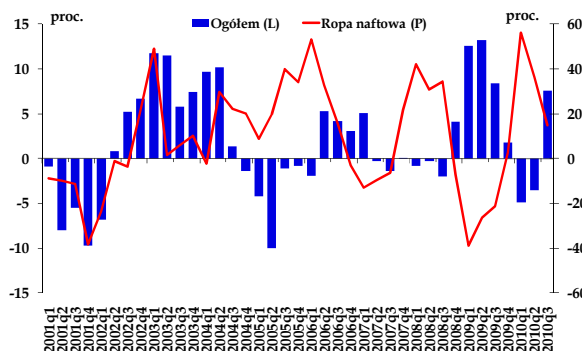
Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu oraz PPI krajowy i eksportu.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.7

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



Źródło: Dane GUS.

⁵ Szacunki te są oparte na założeniu, że w październiku i listopadzie 2010 r. do grupy referencyjnej dla kryterium stabilności cen weszłyby: Słowacja, Holandia i Litwa, a w grudniu 2010 r. - Słowacja, Holandia i Niemcy. Formalnej oceny, czy dany kraj spełnia kryterium stabilności cen, dokonują Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny w *Raportach o konwergencji*, ostatnio opublikowanych w maju 2010 r.

⁶ W styczniu br. PPI utrzymał się na poziomie z grudnia ub. r., tj. 6,2% r/r.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy (miara zobiektywizowana), pozostające od II kw. 2009 r. na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP, w IV kw. 2010 r. zwiększyły się do 3,4% (wobec 2,4% w poprzednim kwartale). Wzrost oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw wynikał z wyższej bieżącej inflacji znanej im podczas przeprowadzania badania.

Ze względu na adaptacyjny charakter oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, zobiektywizowana miara tych oczekiwań kształtuje się zwykle na poziomach zbliżonych do inflacji znanej w momencie przeprowadzania ankiety. W okresie listopad 2010 r. - luty 2011 r. wzrost bieżącej inflacji, przy niewielkich zmianach struktury odpowiedzi na pytania ankietowe, przełożył się na podwyższenie oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych. Na wzrost oczekiwań inflacyjnych mogła też mieć wpływ podwyżka stawek VAT od początku 2011 r.

2.2. Popyt i produkcja⁷

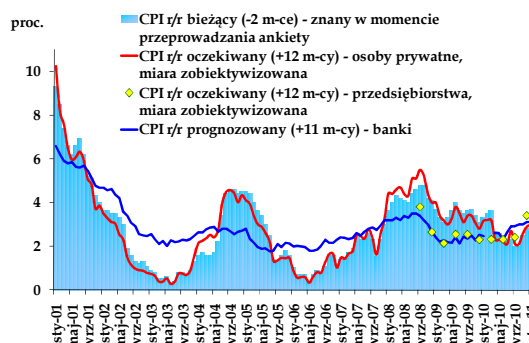
W III kw. 2010 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł o 4,2% r/r wobec 3,5% r/r w II kw. 2010 r. (Wykres 2.9). Na podstawie wstępnych danych GUS o PKB w 2010 r. można szacować, że w IV kw. 2010 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł o 4,3% r/r. W drugiej połowie 2010 r. utrzymała się relatywnie wysoka dynamika PKB w ujęciu kwartalnym (1,3% kw/kw oraz 1,2% kw/kw odpowiednio w III kw. i IV kw. 2010 r.).

Dynamika spożycia indywidualnego w drugiej połowie 2010 r. istotnie wzrosła, kształtując się na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej. W porównaniu do pierwszej połowy roku, wyraźnie zwiększyło się również tempo wzrostu spożycia publicznego.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w drugim półroczu 2010 r. była nieznacznie dodatnia. Niewielki wzrost inwestycji w III kw. 2010 r. był efektem poprawy dynamiki wydatków na środki trwałe zarówno sektora

Wykres 2.8

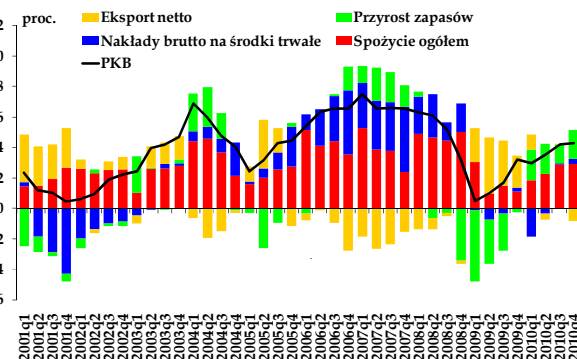
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i przedsiębiorstw oraz prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego.



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, NBP.

Wykres 2.9

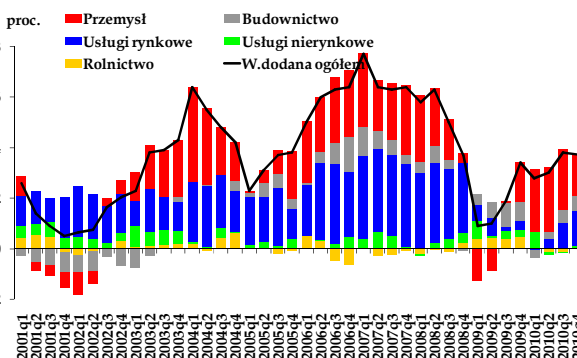
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.10

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

⁷ Dane o PKB i jego składowych w IV kw. 2010 r. stanowią szacunki NBP na podstawie opublikowanych przez GUS wstępnych danych o PKB w 2010 r.

publicznego, jak i przedsiębiorstw. Tempo wzrostu inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw było dodatnie po raz pierwszy od IV kw. 2008 r. Jednocześnie, w III i IV kw. 2010 r. firmy kontynuowały odbudowę zapasów, wskutek czego wkład tej kategorii do wzrostu PKB był nadal dodatni.

Łącznie popyt krajowy w III kw. 2010 r. zwiększył się o 4,2% r/r (wobec wzrostu o 4,0% r/r w II kw. ub.r.). W IV kw. 2010 r. jego wzrost był wyższy i wyniósł według wstępnych szacunków 5,1% r/r.

W drugiej połowie 2010 r. tempo wzrostu zarówno eksportu, jak i importu obniżyło się w stosunku do pierwszej połowy roku. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w III kw. był bliski zera, natomiast w IV kw. 2010 r. był ujemny. Ujemny wkład eksportu netto w IV kw. 2010 r. częściowo wynikał ze zwiększonego importu na skutek przesunięcia wydatków związanego ze zmianami podatkowymi od początku 2011 r.

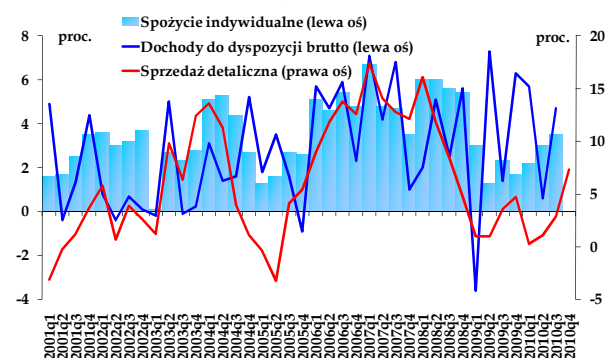
W III i IV kw. 2010 r. największy udział we wzroście wartości dodanej brutto miał nadal przemysł, choć jego wkład do jej wzrostu nieco się obniżył. Zwiększenie dodatniego wkładu do wzrostu wartości dodanej brutto odnotowano w przypadku usług rynkowych i budownictwa (Wykres 2.10), przy czym szczególnie silnie wzrósł wkład sektora usług rynkowych.

2.2.1. Popyt konsumpcyjny

W drugiej połowie 2010 r. nastąpiło dalsze przyspieszenie wzrostu popytu konsumpcyjnego. Według danych GUS w III kw. 2010 r. dynamika spożycia indywidualnego wzrosła do 3,5% r/r (wobec 3,0% r/r w II kw. 2010 r.). Natomiast implikowana na podstawie rocznego szacunku GUS dynamika tej kategorii w IV kw. 2010 r. wyniosła 3,9% r/r (Wykres 2.11).

Wykres 2.11

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wzrostowi dynamiki popytu konsumpcyjnego w III kw. 2010 r. sprzyjała poprawa tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Ich wysoka dynamika⁸ w III kw. 2010 r. wynikała z szybkiego wzrostu dochodów z pracy najemnej⁹. W kierunku ograniczenia dynamiki dochodów do dyspozycji oddziaływało obniżenie tempa wzrostu świadczeń społecznych oraz dochodów osób fizycznych z działalności na własny rachunek.

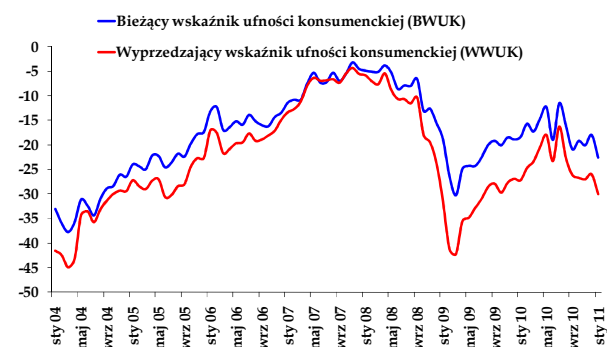
Wyższa dynamika dochodów do dyspozycji niż spożycia indywidualnego oznaczała wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych w III kw. 2010 r. do 10,3% wobec 8,1% w II kw. 2010 r.¹⁰

W drugiej połowie 2010 r. wyraźnie wzrosła realna dynamika sprzedaży detalicznej, która wyniosła 2,9% r/r oraz 7,3% r/r odpowiednio w III i IV kw. ub. r. (wobec 1,1% r/r w II kw. 2010 r.). Wzrost ten potwierdza dalsze ożywienie popytu konsumpcyjnego w ostatnim kwartale 2010 r. Najsilniej wzrosła sprzedaż dóbr trwałego użytku (tj. w grupach pojazdy samochodowe, meble, RTV, AGD), do czego mogło się przyczynić odtwarzanie majątku na terenach popowodziowych, a także przesunięcie części wydatków ze względu na podwyżkę stawek VAT na początku 2011 r., oraz zniesienie odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową od 2011 r. (por. podrozdział 2.2.2 Popyt inwestycyjny).

Pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych, widoczne w badaniach koniunktury (szczególnie silne w styczniu 2011 r.), może sygnalizować wyhamowanie poprawy popytu konsumpcyjnego na początku bieżącego roku (Wykres 2.12). W styczniu br. obniżyły się wszystkie składniki wskaźników ufności konsumenckiej GUS z wyjątkiem wskaźnika zmiany sytuacji finansowej

Wykres 2.12

Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

⁸ Niska roczna dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych z II kw. 2010 r. wynikała w dużym stopniu z efektu bazy.

⁹ Zgodnie z szacunkami NBP, dynamika dochodów z pracy najemnej w III kw. była znacząco wyższa niż dynamika funduszu wynagrodzeń wyznaczonego na podstawie danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w gospodarce. Dochody z pracy najemnej uwzględniają - poza wynagrodzeniem za pracę - także m.in. zasiłki chorobowe, wyrównawcze i opiekuńcze, dochody w formie niepieniężnej, transfery z Zakładowego Funduszu Świadczeń Socjalnych oraz odprawy.

¹⁰ Stopa oszczędności po odsezonowaniu. Średnia stopa oszczędności (po odsezonowaniu) w okresie I kw. 1999 r. - III kw. 2010 r. wyniosła 9,5%.

gospodarstw domowych w ostatnich 12 miesiącach. Największy wpływ na spadek wartości wskaźników BWUK i WWUK miało pogorszenie się wskaźnika zmiany ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w najbliższym roku. Możliwe spowolnienie wzrostu popytu konsumpcyjnego może oddziaływać w kierunku obniżenia importu.

2.2.2. Popyt inwestycyjny

W drugiej połowie 2010 r. dynamika nakładów inwestycyjnych w gospodarce przestała być ujemna. Według danych GUS inwestycje zwiększyły się o 0,4% r/r w III kw. 2010 r. (wobec spadku o 1,7% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.13). Z kolei na podstawie opublikowanego przez GUS szacunku PKB w 2010 r. można szacować, iż wzrost nakładów inwestycyjnych na środki trwałe w IV kw. ub. r. wyniósł 1,0% r/r.

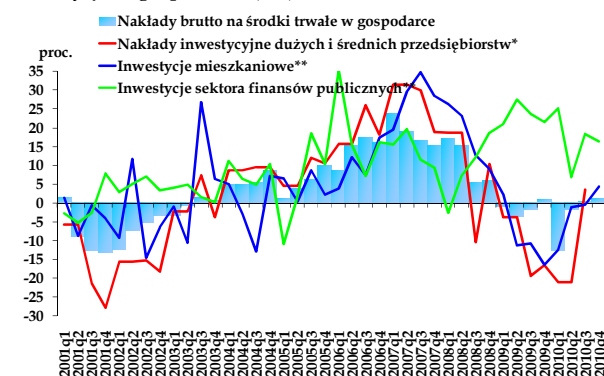
Szacunki za III kw. 2010 r. wskazują na istotne zwiększenie się tempa wzrostu inwestycji publicznych oraz inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw. Jednocześnie inwestycje mieszkaniowe nieznacznie zmalały w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku (Wykres 2.13).

W IV kw. 2010 r. dynamika inwestycji publicznych utrzymała się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w III kw., a dynamika inwestycji mieszkaniowych okazała się dodatnia, po raz pierwszy od I kw. 2009 r.

Na wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw (w ujęciu nominalnym) w III kw. 2010 r. złożyło się wyhamowanie spadków w kategoriach budynki i lokale oraz maszyny, urządzenia i narzędzia, przy utrzymującej się wysokiej (10% r/r), choć wyraźnie niższej niż w II kw. (43,3% r/r), dynamice w kategorii środki transportu (Wykres 2.14). Wysokie tempo wzrostu wydatków na środki transportu było związane z niską bazą z 2009 r., gdy przedsiębiorstwa gwałtownie ograniczały ten rodzaj inwestycji, a także z zapowiadzianym na koniec 2010 r. zniesieniem odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową.

Wykres 2.13

Inwestycje w gospodarce (r/r).



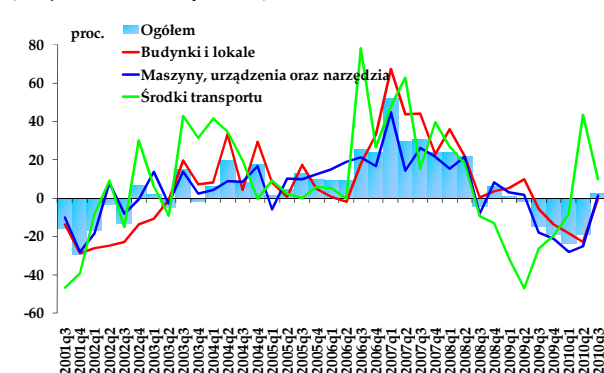
Źródło: Dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

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

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

Wykres 2.14

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Według badań koniunktury NBP¹¹, w 2011 r. można oczekiwać ożywienia inwestycji, na co wskazuje wzrost liczby firm planujących inwestycje i zwiększenie wielkości przewidywanych nakładów inwestycyjnych. Biorąc pod uwagę plany na I kw. br., aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw może nieznacznie wzrosnąć w stosunku do IV kw. 2010 r. (Wykres 2.15), choć wskaźnik nowych inwestycji pozostał na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Podobnie jak w poprzednich kwartałach prawie wszyscy inwestorzy deklarują kontynuowanie swoich przedsięwzięć zgodnie z przyjętymi planami.

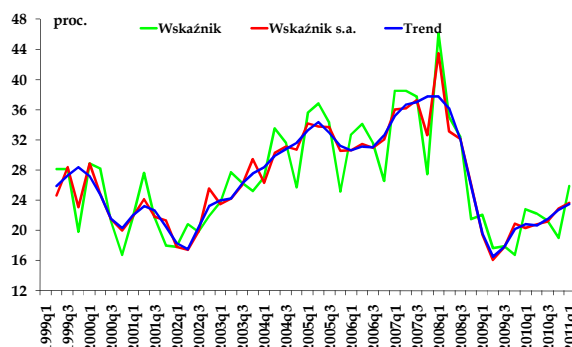
Badania koniunktury NBP wskazują na zróżnicowanie przedsiębiorstw pod względem planowania rozpoczęcia inwestycji w I kw. 2011 r. Wskaźnik nowych inwestycji jest nadal znacząco wyższy w przedsiębiorstwach dużych niż małych i średnich, choć w obu przypadkach systematycznie rośnie. Istotny wzrost planowanych inwestycji deklarują firmy eksportowe, podczas gdy prognozy pozostałych firm znacząco się pogorszyły, co znajduje odzwierciedlenie w silnym wzroście prognoz nowych inwestycji w sekcji przetwórstwa przemysłowego, w której dominują przedsiębiorstwa eksportowe.

Dostępne dane wskazują, że stopień wykorzystania mocy produkcyjnych dalej wzrasta i kształtuje się obecnie nieco powyżej wieloletniej średniej (Wykres 2.16), co przy relatywnie korzystnych ocenach ogólnego stanu koniunktury¹² może sprzyjać poprawie dynamiki inwestycji w 2011 r. Silny wzrost wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji w II i III kw. 2010 r. również sygnalizuje możliwość przyspieszenia wzrostu nakładów na środki trwałe. Czynnikiem ograniczającym skłonność przedsiębiorstw do inwestowania w 2011 r. pozostaje niepewność dotycząca perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce.

W III kw. 2010 r. dalszej poprawie uległa większość wskaźników efektywności

Wykres 2.15

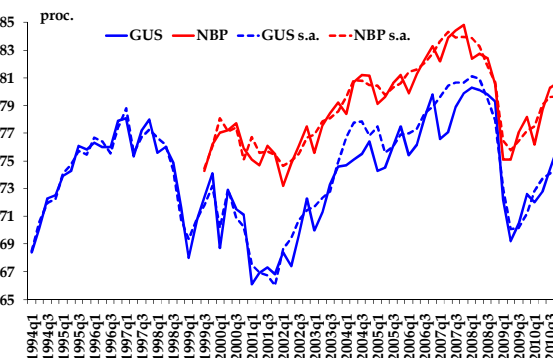
Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

Wykres 2.16

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



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

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

¹¹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2011, NBP.

¹² Na dobry stan koniunktury wskazują: ogólny wskaźnik koniunktury IRG - SGH, wskaźnik PMI, oraz wskaźnik wyprzedzający koniunktury BIEC (dane za grudzień 2010 r.).

finansowej w sektorze przedsiębiorstw. Wzrosła rentowność sprzedaży i obrotu netto, a wskaźniki płynności utrzymały się na wysokich poziomach (w III kw. 2010 r. wartość wskaźnika płynności I stopnia wyniosła 37,7%¹³; Tabela 2.1). Dobra sytuacja płynnościowa firm może mieć pozytywny wpływ na ich działalność inwestycyjną w szczególności dlatego, że znaczna część przedsiębiorstw deklaruje finansowanie inwestycji ze środków własnych. Duży zasób płynnych środków powinien także ułatwić przedsiębiorstwom dostęp do finansowania zewnętrznego.

Tabela 2.1

Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010		
							q1	q2	q3
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,9	5,3	5,5	5,6	5,0	5,0	4,8	5,5	5,6
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,8	3,9	4,7	5,0	3,3	4,1	4,0	4,7	5,0
Wskaźnik poziomu kosztów	94,3	95,1	94,3	93,9	95,8	95,0	95,0	94,7	94,5
dane na koniec okresu									
Wskaźnik płynności I stopnia	30,3	31,8	34,9	33,7	33,6	38,5	38,7	37,5	37,7

Źródło: Dane GUS.

2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

Pomimo wyraźnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, w 2010 r. nastąpiło dalsze pogłębienie deficytu sektora finansów publicznych, który w ujęciu ESA95 wzrósł z 7,2% PKB w 2009 r. do ok. 7,9% PKB.¹⁴ W 2010 r. utrzymywało się niskie tempo wzrostu dochodów z tytułu podatków i składek na ubezpieczenie społeczne, częściowo będące efektem ujemnego salda rozliczeń podatków bezpośrednich za rok poprzedni¹⁵. Natomiast dostępne dane o realizacji wydatków budżetu państwa i jednostek samorządu terytorialnego w trakcie roku wskazują, że dynamika wydatków publicznych była wyższa od dynamiki dochodów. W rezultacie wzrósł deficyt budżetu państwa, najważniejszych funduszy celowych i prawdopodobnie także jednostek samorządu terytorialnego. W 2010 r. zwiększył się również państwowy dług publiczny – do poziomu ok. 53,5% PKB¹⁶, przekraczając pierwszy próg ostrożnościowy Ustawy o finansach publicznych, tj. 50% PKB¹⁷.

Według wstępnych informacji Ministerstwa Finansów¹⁸, deficyt budżetu państwa w 2010 r. ukształtował się na poziomie poniżej 45 mld zł,

¹³ Wskaźnik płynności I stopnia informuje, jaką część swoich zobowiązań krótkoterminowych przedsiębiorstwo mogłoby uregulować natychmiast tj. z wykorzystaniem najpłynniejszych aktywów, do których ma natychmiastowy dostęp (inwestycje krótkoterminowe).

¹⁴ Według jesiennej notyfikacji fiskalnej EDP (*Excessive Deficit Procedure* - procedura nadmiernego deficytu).

¹⁵ W szczególności dotyczy to rozliczenia podatku dochodowego od osób prawnych. Według informacji Ministerstwa Finansów, wielkość należnego podatku CIT za 2009 r. wyniosła 25,4 mld zł, wobec 31,2 mld zł w 2008 r.

¹⁶ Wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów ze stycznia 2011 r.

¹⁷ Przekroczenie tego progu oznacza, że relacja deficytu budżetu państwa do dochodów budżetu państwa w projekcie ustawy budżetowej na rok 2012 nie może być wyższa niż w ustawie budżetowej na rok 2011.

¹⁸ Wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów ze stycznia 2011 r.

a zatem był o ponad 7 mld zł niższy od zaplanowanego w ustawie budżetowej. Niższa realizacja deficytu była głównie wynikiem mniejszych od zaplanowanych wydatków budżetu państwa i wyższych dochodów niepodatkowych¹⁹. Dochody i wydatki ogółem budżetu państwa w 2010 r. były niższe od zrealizowanych w 2009 r., ze względu na wyodrębnienie z budżetu od 2010 r. środków europejskich.

Jednostki samorządu terytorialnego po trzech kwartałach 2010 r. zanotowały nadwyżkę w wysokości 0,9 mld zł, tj. o 3,3 mld zł mniejszą niż w 2009 r. Według statystyki pieniężnej NBP, przyrost zadłużenia samorządów w sektorze bankowym wyniósł w całym 2010 r. 8,8 mld zł i był o 1,8 mld zł wyższy niż w roku poprzednim. Na podstawie tych informacji można wnioskować, że deficyt jednostek samorządu terytorialnego był w ub.r. prawdopodobnie wyższy niż odnotowany w 2009 r.

W 2010 r. deficyty odnotowały najważniejsze fundusze celowe, przy czym największe znaczenie miała sytuacja finansowa Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Pomimo wykorzystania środków z Funduszu Rezerwy Demograficznej (7,5 mld zł), zwiększył się stan zadłużenia FUS z tytułu pożyczek z budżetu państwa.

W 2011 r. spodziewane jest zacieśnienie polityki fiskalnej. Zgodnie z szacunkami NBP przedstawionymi w *Opinii RPP do projektu Ustawy budżetowej na rok 2011*, skalę zacieśnienia wynikającego z dostosowań strukturalnych można szacować na ok. 1 pkt proc. PKB. Dodatkowo obniżenie deficytu sektora finansów publicznych ma być wynikiem zapowiedzianego obniżenia składki trafiającej do otwartych funduszy emerytalnych z 7,3% do 2,3% podstawy wymiaru, co poprawi bieżącą sytuację finansów publicznych²⁰. Uwzględniając wprowadzenie zmian w systemie emerytalnym, deficyt sektora finansów publicznych w ujęciu ESA95 w 2011 r. ukształtuje się prawdopodobnie na poziomie poniżej 6% PKB.

¹⁹ W tym nieplanowanej wpłaty z zysku NBP w wysokości 4,0 mld zł.

²⁰ Zgodnie z przygotowanym przez Kancelarię Prezesa Rady Ministrów uzasadnieniem do projektu ustawy wprowadzającej ww. rozwiązanie, jego wpływ na wynik sektora finansów publicznych w 2011 r. można szacować na ok. 0,7 pkt proc. PKB.

2.2.4. Eksport i import²¹

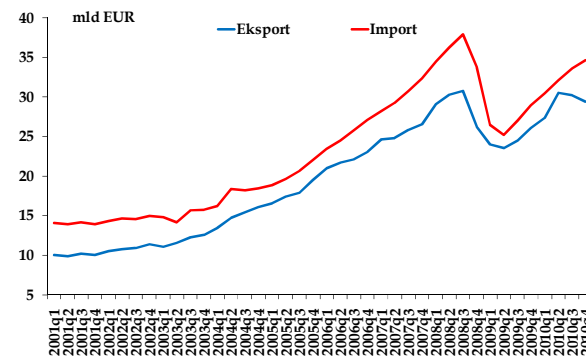
W III i IV kw. 2010 r. zmniejszyła się dynamika zamówień zagranicznych, co przełożyło się na obniżenie dynamiki polskiego eksportu. Jego wartość (Wykres 2.17) w III kw. spadła o 1,1% kw/kw (po wyeliminowaniu czynników sezonowych) i wzrosła o 23,0% r/r. W IV kw. 2010 r. wartość eksportu obniżyła się o 2,6% kw/kw i wzrosła o 12,5% r/r. Spowolnienie dynamiki eksportu wynikało w dużym stopniu ze spadku wartości eksportu środków transportu, których sprzedaż we wcześniejszych okresach była wspierana przez realizowany w Niemczech program dopłat do zakupu nowych samochodów. Równocześnie, osłabienie dynamiki niemieckiego eksportu w drugiej połowie 2010 r. oddziaływało w kierunku zmniejszenia tempa wzrostu polskiego eksportu dóbr pośrednich (z 33,2% r/r w II kw. ub. r. do 28,7% w III kw. i 20,1% w IV kw.).

Spowolnienie dynamiki eksportu, charakteryzującego się relatywnie wysoką importochłonnością, miało wpływ na obniżenie dynamiki importu. W III kw. 2010 r. wartość importu zwiększyła się o 4,6% kw/kw i 24,5% r/r (po wyeliminowaniu czynników sezonowych). W IV kw. 2010 r. wartość importu wzrosła o 3,1% kw/kw i 19,8% r/r. Obniżenie się dynamiki eksportu w III i IV kw. ub. r. przełożyło się na spadek tempa wzrostu importu dóbr pośrednich (z 32,4% r/r w II kw. ub. r. do 26,9% r/r w III kw. i 19,3% w IV kw.). Dynamika importu dóbr kapitałowych, pomimo przyspieszenia w drugiej połowie 2010 r., nadal była niższa niż dynamika importu dóbr pośrednich (w II kw. ub. r. wyniosła 11,9% r/r, wobec 22,6% r/r i 14,5% r/r odpowiednio w III i IV kw. ub.r.).

W IV kw. 2010 r. nastąpiła niewielka deprecjacja realnego i nominalnego efektywnego kursu złotego (por. podrozdział 2.4.3 Kurs walutowy; Wykres 2.18), co sprzyjało utrzymaniu konkurencyjności cenowej eksportu. Badania koniunktury NBP wskazują, że w IV kw. 2010 r.

Wykres 2.17

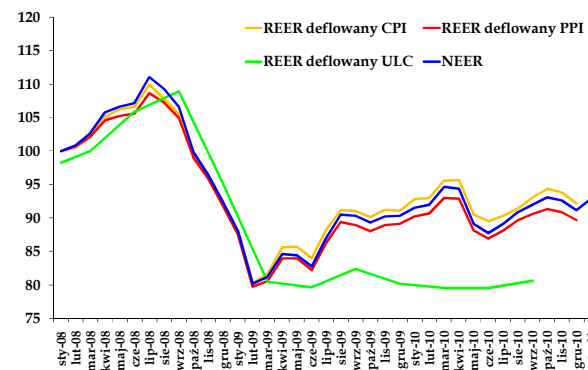
Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (w mld EUR).



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

Wykres 2.18

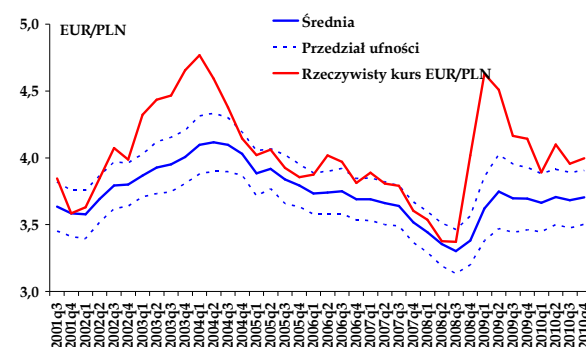
Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100).



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.19

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



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach badań koniunktury NBP (Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury).

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

²¹ Informacje o wartości polskiego eksportu i importu odnoszą się do danych GUS (w EUR) po usunięciu czynników sezonowych.

kurs złotego nadal był słabszy od deklarowanego przez przedsiębiorstwa granicznego kursu opłacalności eksportu (Wykres 2.19).

2.2.5. Produkcja

Dane dotyczące produkcji sprzedanej przemysłu oraz portfela zamówień wskazują na utrzymywanie się wysokiej aktywności w tym sektorze pod koniec 2010 r. i w styczniu 2011 r. (Wykres 2.20). Także wysoki poziom wskaźnika PMI wskazuje na utrzymywanie się tendencji wzrostowych w przemyśle.

Dynamika produkcji budowlano-montażowej, po silnym spadku na początku 2010 r. (związanym w dużym stopniu z czynnikami pogodowymi), w kolejnych miesiącach rosła. Tym niemniej (Wykres 2.21) od września ub. r. tempo wzrostu portfela zamówień utrzymuje się na poziomie bliskim zera, co sugeruje możliwość osłabienia dynamiki produkcji budowlano-montażowej w 2011 r.

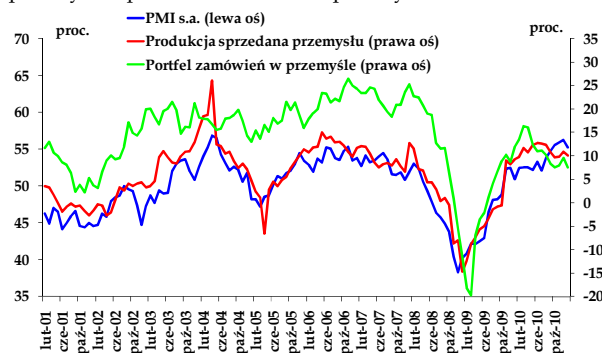
Kształtowanie się wskaźników koniunktury GUS w IV kw. 2010 r. oraz w styczniu i lutym 2011 r. wskazuje na różnokierunkowe zmiany w poszczególnych sekcjach (Wykres 2.22). W szczególności działalność finansowa i ubezpieczeniowa charakteryzuje się wysokim poziomem wskaźnika w porównaniu z wieloletnią średnią, podczas gdy wskaźnik dla budownictwa jest relatywnie niski.

2.3. Rynek pracy

Na rynku pracy obserwowany jest dalszy wzrost zatrudnienia. W III kw. 2010 r. liczba pracujących według BAEL wzrosła o 1,1% r/r (wobec 0,9% r/r w II kw. ub. r.; Wykres 2.23). Wzrost liczby pracujących ogółem był związany ze wzrostem liczby zatrudnionych na czas określony przy niewielkim spadku zatrudnionych na czas nieokreślony. W okresie październik 2010 - styczeń 2011 r. nadal rosło zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw²² (Wykres 2.24), przy czym skokowy przyrost

Wykres 2.20

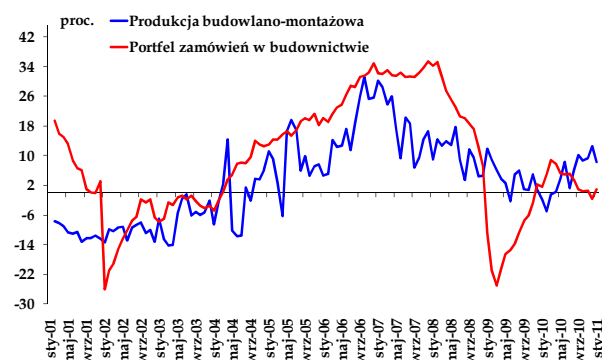
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



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

Wykres 2.21

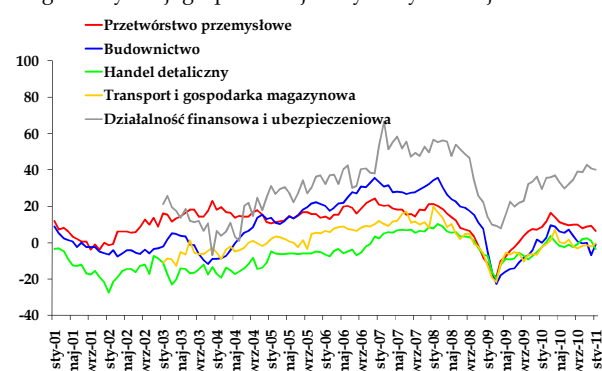
Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie.



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

Wykres 2.22

Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.



Źródło: Badania koniunktury GUS.

²² Przeciętne miesięczne przyrosty zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w 2010 r. były nieznacznie wyższe niż w latach 2005 i 2008 i istotnie niższe niż w okresie 2006-2007.

zatrudnienia na początku br. spowodowany był głównie uwzględnieniem w próbie przedsiębiorstw, których wzrost zatrudnienia w całym 2010 r. pozwolił im przekroczyć granicę udziału w badaniu (9 osób zatrudnionych).

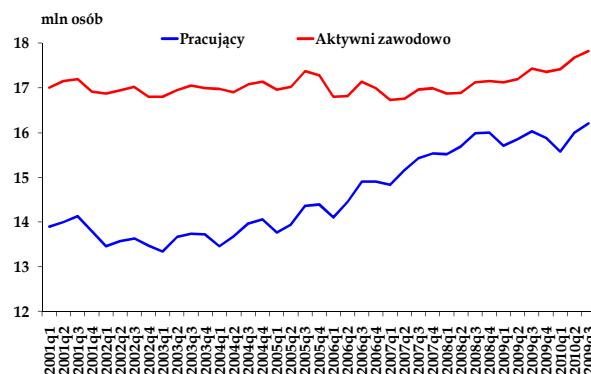
W III kw. 2010 r. nadal zwiększała się liczba osób aktywnych zawodowo według BAEL (o 2,3% r/r wobec 2,8% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.23). Wzrost liczby aktywnych zawodowo wciąż wynikał głównie ze wzrostu współczynnika aktywności zawodowej osób młodych (tj. 15-24 lat) i osób w wieku przedemerytalnym (tj. 45-59/64 lat), co mogło się wiązać odpowiednio ze zniesieniem obowiązkowego poboru do wojska i likwidacją (począwszy od 2009 r.) możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury.

W III kw. 2010 r. stopa bezrobocia według BAEL, skorygowana o czynniki sezonowe, wzrosła do 9,9% (wobec 9,4% w II kw. 2010 r.). Natomiast odsezonowana stopa bezrobocia rejestrowanego, po niewielkim spadku w okresie kwiecień-sierpień ub. r., począwszy od września znowu nieznacznie wzrosła i według wstępnych szacunków²³ wyniosła 12,4% w styczniu 2011 r. (wobec 12,0% we wrześniu ub. r.; Wykres 2.25). Obserwowany wzrost stopy bezrobocia był związany ze wzrostem liczby osób aktywnych zawodowo.

Liczba ofert pracy w urzędach pracy, skorygowana o czynniki sezonowe, utrzymywała się na stabilnym poziomie do końca 2010 r., jednak w styczniu 2011 r. nastąpił jej wyraźny spadek, co przyczyniło się do spadku liczby wakatów przypadających na jednego bezrobotnego (Wykres 2.26). Silny spadek liczby ofert pracy w styczniu 2011 r. wynikał przede wszystkim ze zmniejszenia się liczby ofert pracy subsydiowanej. Szczególnie silnie obniżyła się liczba tzw. miejsc aktywizacji zawodowej, w całości finansowanych z Funduszu Pracy oraz Europejskiego Funduszu Społecznego.

Wykres 2.23

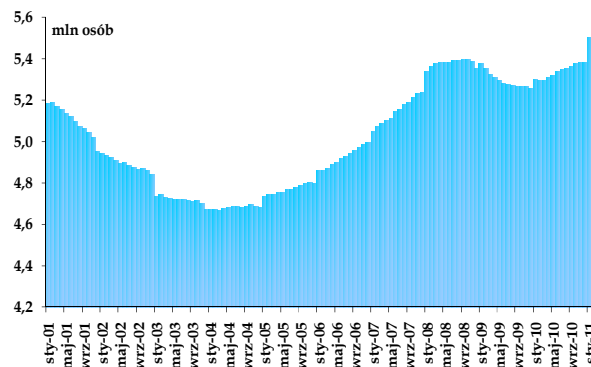
Pracujący oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.24

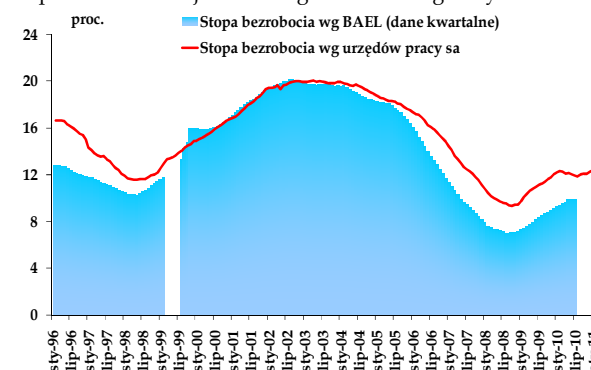
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.25

Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL.



Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

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

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

²³ Dane o stopie bezrobocia w styczniu 2011 r. na podstawie szacunku Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej.

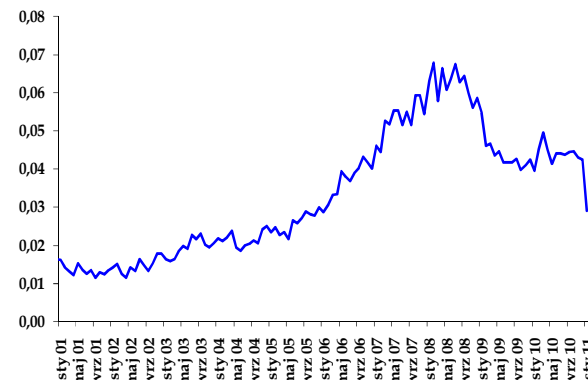
Wyniki badań koniunktury NBP²⁴ wskazują, że nadal nieznacznie przeważa liczba przedsiębiorstw planujących ograniczenie zatrudnienia niż jego zwiększanie, choć wobec poprzedniego kwartału wskaźnik prognoz zatrudnienia nieco wzrósł (o 0,2 pkt. proc. po korekcie sezonowej) i utrzymuje się powyżej długookresowej średniej.

W IV kw. 2010 r. odnotowano wyraźny wzrost dynamiki wynagrodzeń. Płace nominalne w gospodarce wzrosły w IV kw. 2010 r. o 6,0% r/r (wobec 2,9% r/r w III kw. ub. r.), natomiast realne o 3,0% r/r (wobec 0,8% r/r w III kw. ub. r.; Wykres 2.27). W sektorze przedsiębiorstw dynamika wynagrodzeń nominalnych wzrosła w IV kw. 2010 r. do 4,3% r/r (z 2,0% r/r w III kw. ub. r.), a realnych do 1,6% r/r (wobec -0,1% r/r w poprzednim kwartale). Istotnie wyższa dynamika wynagrodzeń w gospodarce niż w sektorze przedsiębiorstw wynikała prawdopodobnie z wysokiego wzrostu płac w administracji, gdzie w II i III kw. ub. r. wynagrodzenia wzrastały w tempie 0,1-0,2% r/r, a w 2011 r. ma nastąpić ich zamrożenie.

Wzrost wydajności pracy w gospodarce w III kw. 2010 r. wyniósł 3,1% r/r (wobec 2,5% r/r w II kw. ub. r.) i był zbliżony do dynamiki wynagrodzeń nominalnych. W efekcie nieznacznie obniżyły się jednostkowe koszty pracy w gospodarce (o 0,2% r/r w III kw. 2010 r. wobec wzrostu o 1,2% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.28). Z kolei zgodnie z szacunkami NBP uwzględniającymi implikowane dane o PKB w IV kw. 2010 r. dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w IV kw. wzrosła do ok. 3%. W przemyśle od sierpnia 2009 r. utrzymuje się spadek jednostkowych kosztów pracy, przy czym od połowy 2010 r. jest on coraz słabszy (-2,2% r/r w grudniu 2010 r. wobec -5,0% r/r we wrześniu ub. r.). Obniżanie się jednostkowych kosztów pracy w przemyśle odzwierciedla szybki wzrost wydajności pracy w tym sektorze typowy dla fazy ożywienia gospodarczego.

Wykres 2.26

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

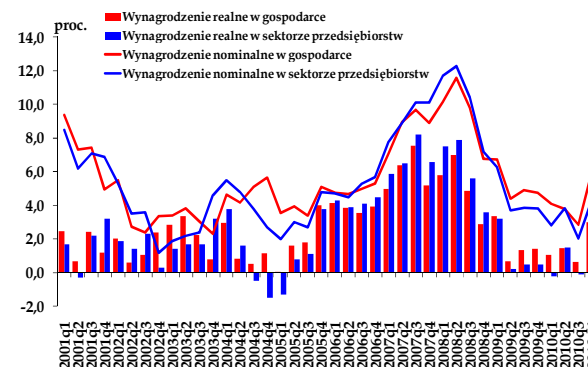


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Indeks 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 zapelnienia wakatów przez pracodawcę (im więcej ofert pracy w stosunku do bezrobotnych, tym mniejsza szansa na szybkie zapelnienie wakatów). Miara ta odzwierciedla relatywną siłę pracownika w negocjacjach płacowych z pracodawcą.

Wykres 2.27

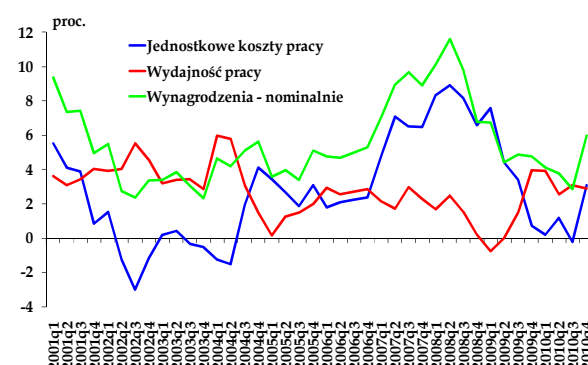
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.28

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁴ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2011, NBP.

2.4. Rynki finansowe

2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 3,75% (Wykres 2.29).

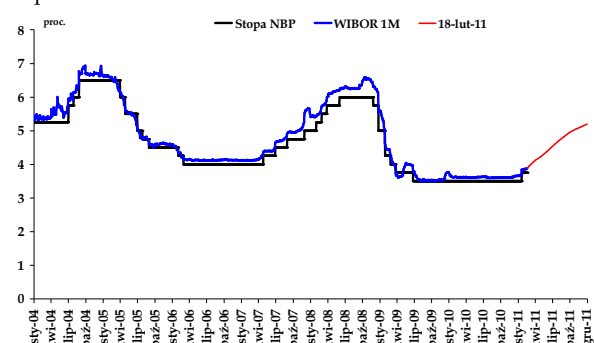
Podwyżka stóp procentowych NBP dokonana w styczniu 2011 r. znalazła odzwierciedlenie we wzroście stawek rynku międzybankowego. Jednocześnie w styczniu br. nastąpił spadek spreadu między oprocentowaniem depozytów na rynku międzybankowym a stawką OIS (Wykres 2.30). Mimo spadku spreadu rynek międzybankowy wciąż nie działał w pełni efektywnie, a banki krajowe wykorzystywały przede wszystkim operacje międzybankowe o najkrótszych terminach zapadalności.

Zgodnie z wynikami ankiety agencji Reuters²⁵ z 11 lutego 2011 r. większość analityków bankowych oczekiwała podwyższenia stopy referencyjnej NBP o 50-75 punktów bazowych do końca 2011 r. Z kolei kontrakty FRA odzwierciedlają oczekiwania, że stopa WIBOR 1M będzie się kształtować pod koniec br. na poziomie 5,00-5,25%.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wzrosły rentowności polskich obligacji, przy czym wzrost był silniejszy w przypadku obligacji długoterminowych niż krótkoterminowych. Do wzrostu rentowności obligacji przyczyniły się oczekiwania podwyżek krótkoterminowych stóp procentowych i publikacja korzystnych danych o PKB w Polsce. W kierunku wzrostu rentowności oddziaływał także wzrost premii za ryzyko towarzyszący eskalacji napięć w strefie euro pod koniec listopada 2010 r.

Wykres 2.29

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.30

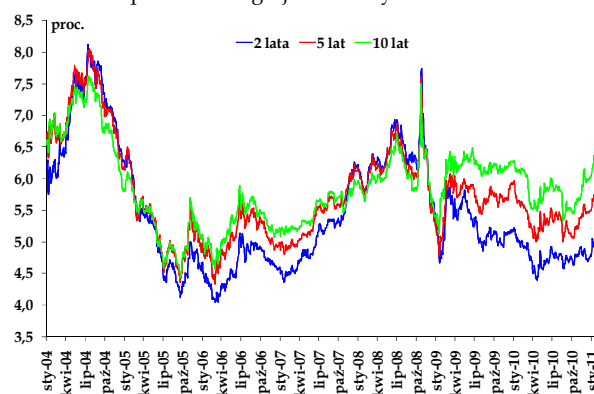
Różnica między oprocentowaniem 3-miesięcznego depozytu na rynku międzybankowym a stawką OIS w Polsce.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.31

Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

²⁵ Zgodnie z ankietą agencji Reuters ośmiu z 15 analityków oczekiwało podwyżki stopy referencyjnej do poziomu 4,25%, natomiast pozostałych siedmiu - do 4,50%.

Stawki CDS dla polskich obligacji nadal kształtowały się na wyraźnie niższym poziomie niż dla obligacji krajów peryferyjnych strefy euro (Wykres 2.32). Od października 2010 r. zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku długu wzrosło, choć wolniej niż w ostatnich dwóch latach (Wykres 2.33).

W grudniu 2010 r. rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, wyniosła 5,8%, kształtując się powyżej szacowanej wartości referencyjnej dla tego kryterium (5,2%).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* indeks WIG, mimo pewnych wahań, utrzymał się na poziomie zbliżonym do poziomu z października ub. r. przy wzroście zaangażowania nierezydentów (Wykres 2.34, Wykres 2.35).

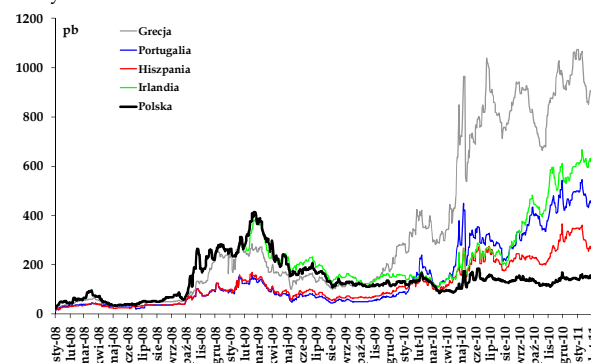
2.4.2. Ceny mieszkań

W III kw. 2010 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie uległa istotnej zmianie²⁶. Ofertowe ceny mieszkań na rynku pierwotnym nieco wzrosły, natomiast ofertowe ceny na rynku wtórnym oraz transakcyjne ceny na rynkach pierwotnym i wtórnym nieznacznie się obniżyły.

W 2010 r. oddano do użytkowania o ok. 15% mniej mieszkań niż w 2009 r. Marże w sektorze budownictwa mieszkaniowego jednak nadal są wysokie, co zachęca deweloperów do rozpoczynania nowych inwestycji. W 2010 r. liczba rozpoczętych budów była wyraźnie wyższa niż w 2009 r., co powinno przełożyć się na wzrost liczby mieszkań oddanych do użytku w nadchodzących kwartałach (Wykres 2.37).

Wykres 2.32

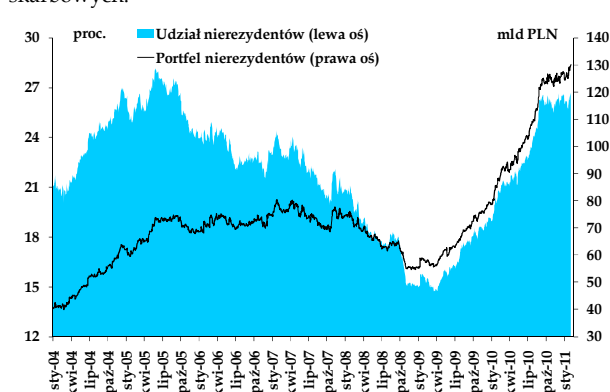
Stawki CDS dla obligacji polskich na tle krajów peryferyjnych strefy euro.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.33

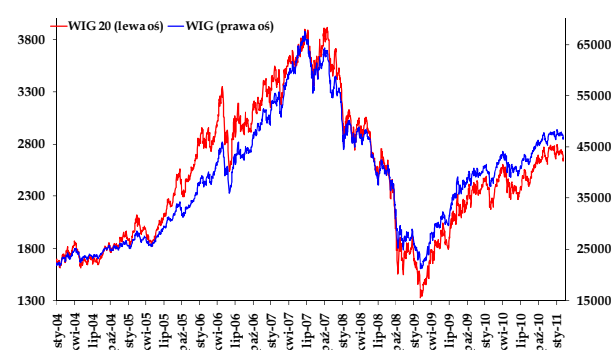
Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.34

Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

²⁶ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP pt. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w trzecim kwartale 2010 r.*, dostępnej na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl).

2.4.3. Kurs walutowy

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny kurs złotego umocnił się wobec euro o 1,1% natomiast wobec dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego osłabił się odpowiednio o 0,1% i 4,0% (Wykres 2.38).

Przez większość listopada 2010 r. kurs złotego był relatywnie stabilny, natomiast pod koniec miesiąca nastąpiło wyraźne osłabienie polskiej waluty. Deprecjacja złotego była związana ze wzrostem napięć na europejskim rynku finansowym wskutek zwiększonych obaw o sytuację finansów publicznych w Irlandii oraz innych peryferyjnych krajach strefy euro. Złoty zaczął się ponownie umacniać wobec dolara i euro w grudniu ub. r., jednak w dalszym ciągu słabł w stosunku do franka szwajcarskiego. W styczniu 2011 r. złoty zyskał na wartości wobec wszystkich trzech analizowanych walut. Od publikacji poprzedniego *Raportu* kurs złotego kształtował się podobnie jak kursy walut innych gospodarek wschodzących.

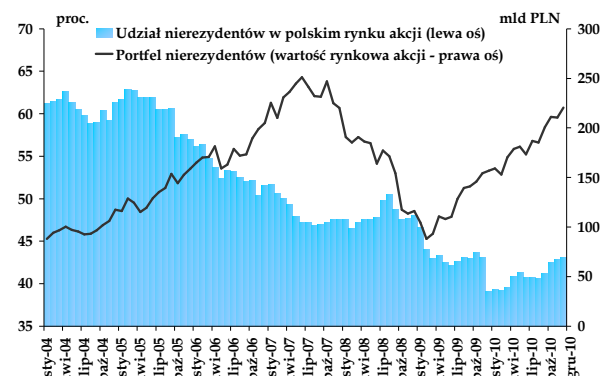
2.5. Kredyt i pieniądź²⁷

2.5.1. Kredyty

Po wzroście w okresie maj - październik 2010 r., stan kredytów dla przedsiębiorstw w bankach krajowych zmniejszył się w listopadzie i grudniu, a następnie w styczniu wzrósł (Wykres 2.39)²⁸. Było to związane przede wszystkim ze znaczącymi zmianami stanu kredytów o charakterze bieżącym (tj. kredytów w rachunku bieżącym i operacyjnych), udzielanych przedsiębiorstwom na finansowanie bieżących zobowiązań związanych z podstawową działalnością gospodarczą. Dynamika roczna kredytów ogółem dla przedsiębiorstw pozostała

Wykres 2.35

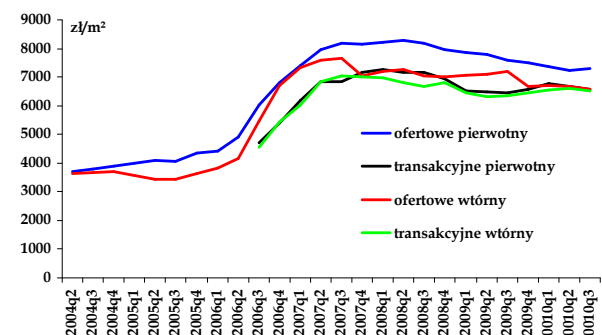
Zaangażowanie nierezydentów na polskim rynku akcji (ustalone według wartości rynkowej akcji).



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.36

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

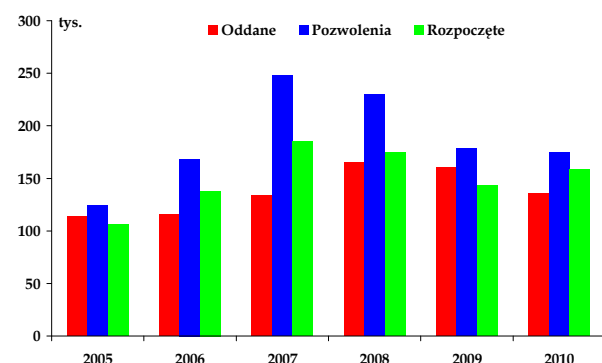


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych transakcyjnych z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

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

Wykres 2.37

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania, wydanych pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów.



Źródło: Dane GUS.

²⁷ Prezentowane w tym rozdziale dane odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

²⁸ Silne obniżenie stanu zadłużenia przedsiębiorstw w grudniu i jego wzrost w styczniu są zjawiskiem typowym.

nieznacznie ujemna, choć w okresie kwiecień 2010 r. - styczeń 2011 r. systematycznie rosła. Przy tym dynamika zadłużenia małych i średnich firm była znacząco wyższa niż dużych przedsiębiorstw, które są mniej uzależnione od zewnętrznych źródeł finansowania.

Z badań ankietowych przedsiębiorstw²⁹ wynika, że w IV kw. 2010 r. odsetek firm ubiegających się o kredyt obniżył się do najniższego poziomu w historii badania (dane wyrównane sezonowo; Wykres 2.40), przy czym szczególnie silny spadek miał miejsce w przypadku największych przedsiębiorstw. Równocześnie udział zaakceptowanych przez banki wniosków o kredyt pozostał na relatywnie wysokim poziomie. Z kolei wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych banków wskazują na wzrost popytu przedsiębiorstw - głównie małych i średnich - na kredyt³⁰.

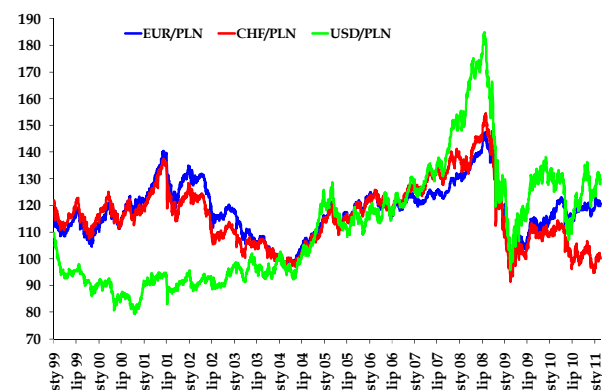
Uzupełnieniem krajowych źródeł finansowania przedsiębiorstw było zadłużenie zagraniczne. Stan kredytów zagranicznych wyniósł w III kw. 2010 r. 91,2 mld EUR, przy rocznej dynamice na poziomie 11,4%. Całkowita wartość zadłużenia zagranicznego firm (uwzględniającego także papiery dłużne) zwiększyła się natomiast do 92,8 mld EUR, tj. o 8,0% r/r.

Utrzymuje się ożywienie na rynku kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, których stan w okresie wrzesień 2010 r. - styczeń 2011 r. zwiększał się średnio o ok. 2,6 mld zł miesięcznie (Wykres 2.41). Większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych (77,2% w grudniu 2010 r.), co przekładało się na systematyczny wzrost udziału kredytów złotych w kredytach mieszkaniowych ogółem (Wykres 2.42).

W okresie wrzesień 2010 r. - styczeń 2011 r. nadal obniżał się stan zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych (średnio o 0,4 mld zł miesięcznie; Wykres 2.41).

Wykres 2.38

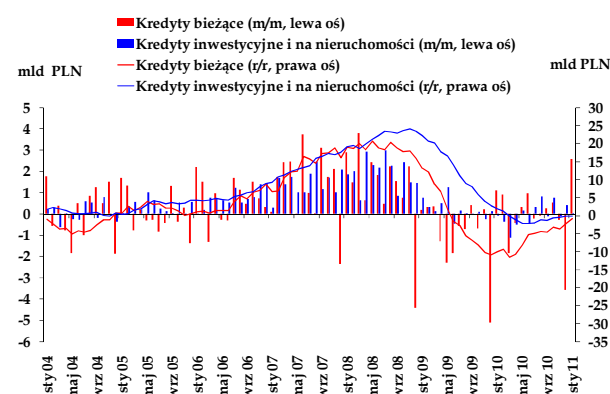
Nominalny kurs złotego względem euro, dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego (styczeń 2004 = 100, wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

Wykres 2.39

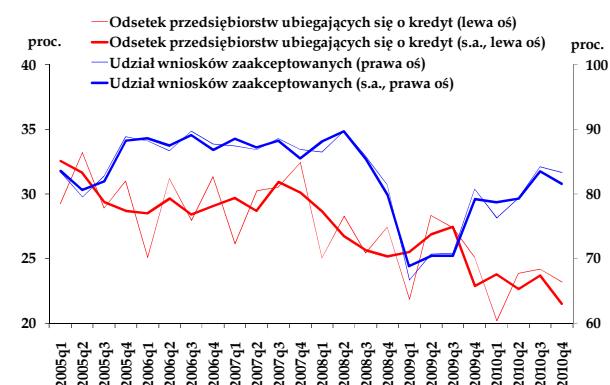
Kredyty dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.40

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



Źródło: Dane NBP.

²⁹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2010 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2011 r., NBP.

³⁰ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych IV kw. 2010 r., NBP.

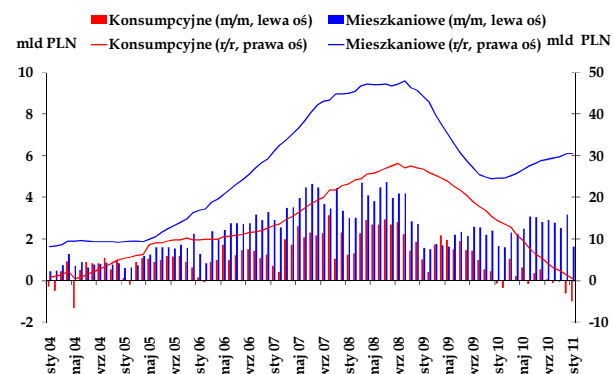
Wyniki badań ankietowych banków wskazują, że w IV kw. 2010 r. złagodziły one warunki udzielania kredytów mieszkaniowych. Większość banków obniżyła marżę i pozaodsetkowe koszty kredytu, do czego przyczyniła się presja konkurencyjna na rynku. Jednocześnie zdecydowana większość banków zaostrzyła kryteria przyznawania tych kredytów, co związane było - według deklaracji banków - z koniecznością wdrożenia Rekomendacji T.

W IV kw. 2010 r. po raz kolejny banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Z kolei w zakresie warunków kredytowania banki obniżyły koszty ich obsługi, ale zwiększyły marżę dla klientów o wyższym ryzyku i zmniejszyły maksymalną kwotę kredytu ³¹ (Wykres 2.43). Według banków podstawową przyczyną zaostrzania polityki kredytowej była konieczność wdrożenia Rekomendacji T. Zaostrzanie kryteriów wynikało także ze wzrostu odsetka kredytów z utratą wartości.

W okresie wrzesień - grudzień 2010 r. przeciętne oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw wahało się wokół poziomu 5,9% (Wykres 2.45). W dalszym ciągu obniżało się (w analizowanym okresie o 0,2 pkt proc.) oprocentowanie nowych kredytów złotych na cele mieszkaniowe dla gospodarstw domowych, osiągając w grudniu poziom 6,1%, najniższy od sierpnia 2007 r. (Wykres 2.46). O zbliżoną wartość (0,3 pkt proc.) spadło oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych, przyjmując w grudniu wartość 14,9%. Przy umiarkowanym wzroście poziomu stawek WIBOR 3M, spadek oprocentowania oznacza dalsze złagodzenie warunków przyznawania kredytów dla gospodarstw domowych w wyniku obniżenia pobieranych przez banki marż.

Wykres 2.41

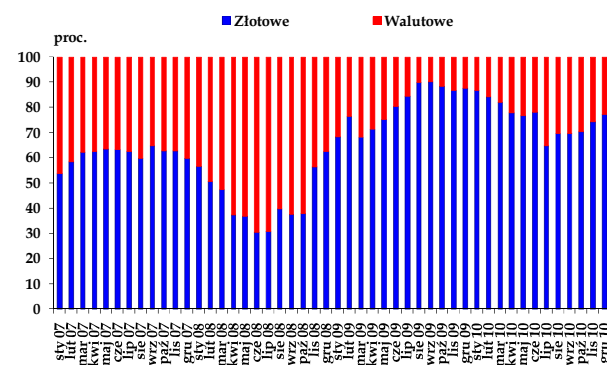
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.42

Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

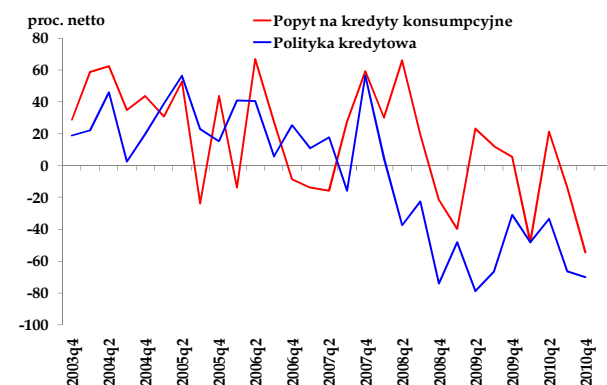


Źródło: Dane NBP.

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

Wykres 2.43

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



Źródło: Dane NBP.

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

³¹ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych IV kw. 2010 r., NBP.

2.5.2. Depozyty i agregaty monetarne

W okresie wrzesień 2010 r. - styczeń 2011 r. roczne tempo wzrostu agregatu M3 kształtowało się na poziomie ok. 9% (Wykres 2.47)³². Znacznie szybciej od szerokiego pieniądza rosły jego płynne składniki zaliczane do agregatu M1, którego roczna dynamika wyniosła w grudniu ub. r. i styczniu br. odpowiednio 15,9% oraz 14,7%. Roczna dynamika agregatu M0 ukształtowała się w styczniu br. na poziomie 7,7%.

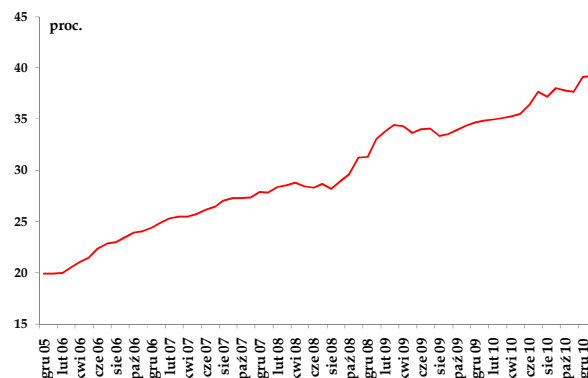
W okresie wrzesień - grudzień 2010 r. stan depozytów bankowych przedsiębiorstw zwiększył się o 17,7 mld zł, zaś w styczniu 2011 r. obniżył się o 13 mld zł (Wykres 2.48)³³. Roczna dynamika depozytów przedsiębiorstw od maja 2010 r. wykazuje tendencję malejącą. Sytuacja płynnościowa sektora przedsiębiorstw w IV kw. 2010 r. pozostała dobra. Wśród przedsiębiorstw ankietowanych przez NBP w ramach badań koniunktury, 69,5% podmiotów deklarowało brak problemów z płynnością³⁴, co jest poziomem bliskim średniej z lat 2004-2010.

Stan depozytów gospodarstw domowych zwiększał się w okresie wrzesień 2010 r. - styczeń 2011 r. średnio o 4,5 mld zł miesięcznie³⁵, a ich roczna dynamika ustabilizowała się na poziomie ok. 10% (Wykres 2.48). Do niższego tempa wzrostu depozytów gospodarstw domowych w 2010 r. w porównaniu z 2009 r. przyczynił się spadek oprocentowania nowych depozytów złotych (w grudniu 2010 r. było ono o 0,5 pkt proc. niższe niż rok wcześniej).

Jednocześnie szybko rosły inne kategorie aktywów finansowych ludności, co oddziaływało w kierunku ograniczenia dynamiki agregatu M3. W okresie wrzesień - grudzień 2010 r. wartość aktywów funduszy inwestycyjnych wzrosła o 8,3 mld zł, z czego

Wykres 2.44

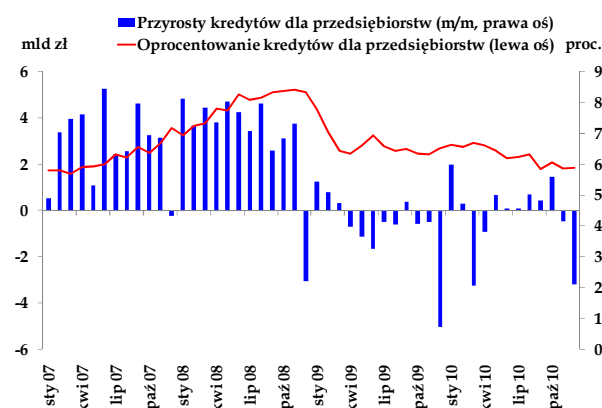
Udział kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w kredytach dla sektora niefinansowego.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.45

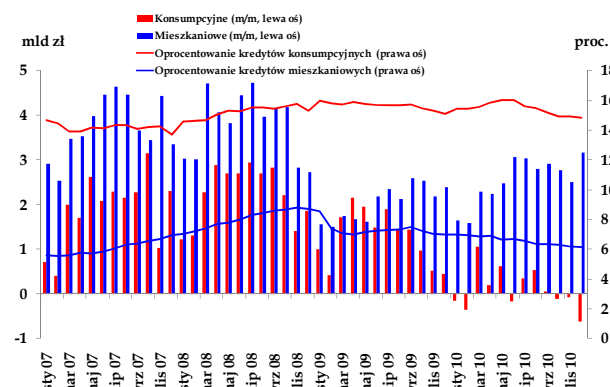
Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.46

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



Źródło: Dane NBP.

³² Spadek rocznej dynamiki w październiku do 6,7% był w dużym stopniu spowodowany efektem bazy. W październiku 2009 r. nastąpił bardzo wysoki przyrost podaży pieniądza związany z silnym przyrostem kredytów krótkoterminowych dla klientów zainteresowanych zakupem akcji Polskiej Grupy Energetycznej w ramach prywatyzacji tego podmiotu.

³³ Silny wzrost stanu depozytów przedsiębiorstw w grudniu i jego obniżenie w styczniu są zjawiskiem typowym.

³⁴ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2011 r., NBP.

³⁵ Największy miesięczny wzrost depozytów gospodarstw domowych odnotowano w grudniu 2010 r. (o 14 mld zł), co jest zjawiskiem typowym dla końca roku.

wpłaty netto nowych środków wyniosły 1,9 mld zł. Łączna wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększyła się w tym okresie o 35,6 mld zł, zaś w całym 2010 r. - o 69,7 mld zł (wzrost o 10,2% r/r)³⁶.

2.6. Bilans płatniczy

Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego w III kw. 2010 r. wyniósł 3,6 mld EUR (wobec 1,9 mld EUR w II kw. 2010 r. i 1,5 mld EUR w III kw. 2009 r.). Do wzrostu deficytu obrotów bieżących przyczyniło się przede wszystkim zwiększenie deficytu obrotów towarowych i spadek nadwyżki w transferach bieżących (Wykres 2.49). Według wstępnych szacunków w IV kw. 2010 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł ok. 5,0 mld EUR (wobec deficytu w wysokości 3,0 mld EUR w analogicznym okresie 2009 r.), co wynikało głównie z pogłębienia się deficytu w obrotach towarowych.

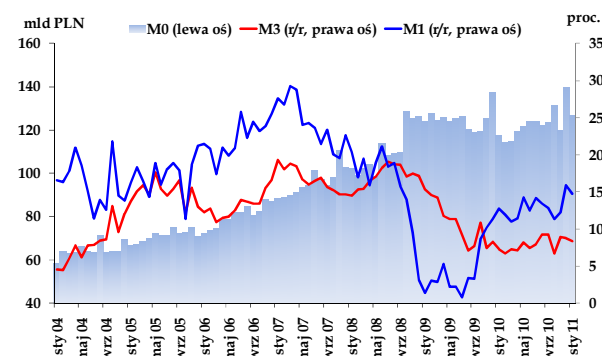
W III kw. 2010 r. wzrósł napływ netto kapitału do Polski. Nadwyżka na rachunku finansowym wyniosła 12,7 mld EUR (wobec 6,5 mld EUR w II kw. 2010 r. i 11,1 mld EUR w III kw. 2009 r.), co było przede wszystkim wynikiem dalszego napływu netto inwestycji portfelowych w wysokości 7,2 mld EUR. Według wstępnych szacunków w IV kw. 2010 r. na rachunek finansowy bilansu płatniczego Polski napłynęło ok. 1,5 mld EUR (wobec 7,0 mld EUR w analogicznym okresie 2009 r.).

Inwestorzy zagraniczni inwestowali w III kw. 2010 r. głównie w obligacje skarbowe. Zadłużenie zagraniczne Polski wyrażone w EUR wzrosło w III kw. 2010 r. o 20,6 mld EUR do 229,8 mld EUR (Wykres 2.51).

Deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kolejnych kwartałów) wzrósł do 2,8% PKB w III kw. 2010 r. (wobec 2,2% w II kw. 2010 r.), natomiast na rachunku bieżącym i kapitałowym w III kw. 2010 r. odnotowano deficyt wynoszący 1,3% PKB (wobec deficytu w wysokości 0,9% w II kw. 2010 r.; Wykres 2.50).

Wykres 2.47

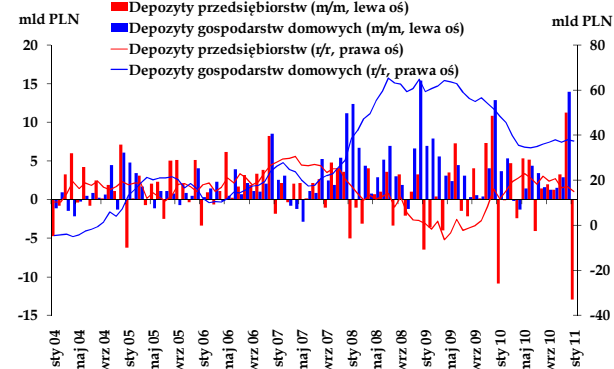
Stan M0 oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.48

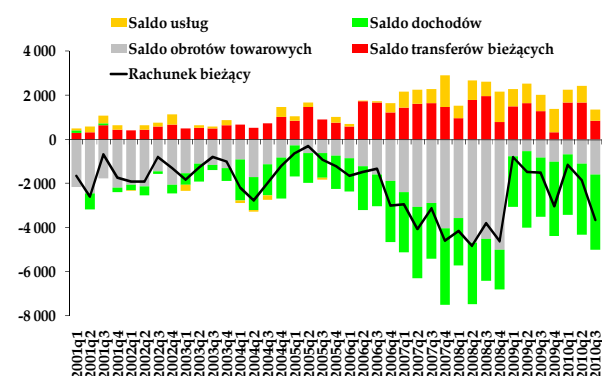
Depozyty bankowe gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.49

Saldo obrotów bieżących (mln EUR).



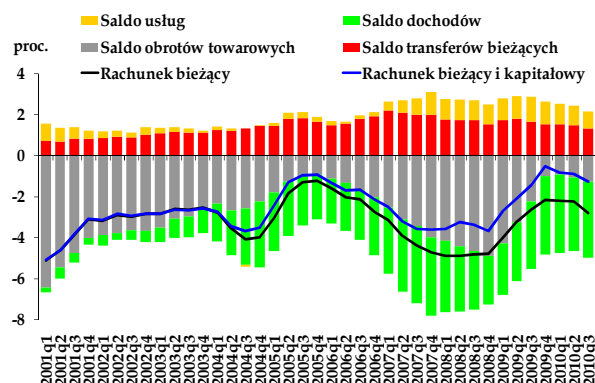
Źródło: Dane NBP.

³⁶ Podana suma aktywów finansowych uwzględnia zarówno depozyty poniżej 2 lat, jak i depozyty powyżej 2 lat niezaliczane do agregatu M3.

Deficyt obrotów bieżących w III kw. 2010 r. został w ponad połowie sfinansowany napływem inwestycji bezpośrednich (w poprzednim kwartale deficyt ten był w całości sfinansowany napływem inwestycji bezpośrednich).

Wykres 2.50

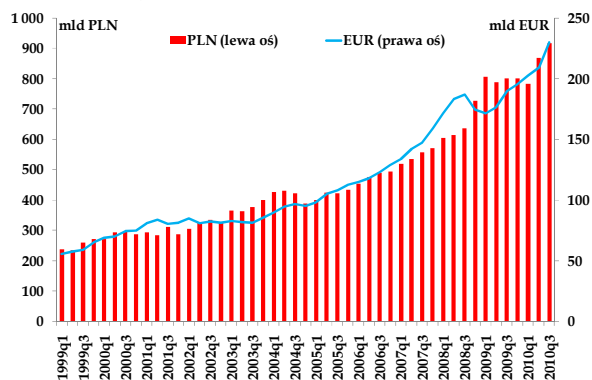
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB (dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.51

Zadłużenie zagraniczne w EUR i PLN



Źródło: Dane NBP.

Rozdział 3

Polityka pieniężna w okresie październik 2010 - marzec 2011 r.

Na posiedzeniach w październiku, listopadzie i grudniu 2010 r. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 3,50%; stopa lombardowa 5,00%; stopa depozytowa 2,00%; stopa redyskonta weksli 3,75%, stopa dyskontowa weksli³⁷ 4,00%. Na posiedzeniu w styczniu 2011 r. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe NBP do poziomu: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%. Natomiast w marcu br. Rada pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. minutes) w październiku, listopadzie, grudniu 2010 r. oraz styczniu 2011 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 27 października 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuacji w sektorze finansów publicznych i na rynku pracy, agregatów monetarnych i kredytowych oraz kształtowania się kursu złotego.

Analizując bieżącą sytuację w sferze realnej gospodarki i perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano na szybki wzrost produkcji sprzedanej przemysłu, sprzedaży detalicznej i eksportu. Część członków Rady wskazywała, że dane dotyczące konsumpcji gospodarstw domowych w II kw. br. i sprzedaży detalicznej świadczą o tym, że wzrost gospodarczy, który dotychczas był wzmacniany głównie przez rosnący popyt zewnętrzny, jest w coraz większym stopniu wspierany przez czynniki krajowe. W ich ocenie bieżącego wzrostu konsumpcji nie da się w pełni wyjaśnić czynnikami o charakterze jednorazowym, tj. odtwarzaniem majątku na terenach popowodziowych oraz przesunięciem części zakupów z 2011 r. w związku z oczekiwaną zmianą stawek VAT i zmianami w przepisach dotyczących odliczania VAT od zakupu samochodów. Zdaniem tych członków Rady, w kierunku dalszego wzrostu konsumpcji będzie oddziaływała poprawiająca się sytuacja na rynku pracy, w tym relatywnie szybki wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Z kolei, umacniającą się konsumpcja prywatna, przy

³⁷ W związku z decyzją RPP z dnia 29 września 2010 r. (uchwała RPP nr 7/2010) przedstawioną w Założeniach polityki pieniężnej na 2011 r. o wycofaniu z dniem 1 stycznia 2011 r. kredytu wekslowego z instrumentarium polityki pieniężnej stopa dyskontowa weksli obowiązywała do końca 2010 r.

dalszym wysokim wzroście eksportu, może przełożyć się na ożywienie inwestycji przedsiębiorstw, choć ze względu na niepewność dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej, w tym sytuacji sektora finansów publicznych, ich dynamika w najbliższych kwartałach może pozostać niska. Członkowie ci podkreślali, że na możliwość ożywienia aktywności inwestycyjnej wskazuje wzrost stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych przedsiębiorstw powyżej wieloletniej średniej oraz ich korzystna sytuacja finansowa i płynnościowa, umożliwiającą im finansowanie inwestycji ze środków własnych. Ponadto w opinii tych członków Rady, w kierunku wzrostu inwestycji w gospodarce w najbliższych kwartałach – poza szybko rosnącymi inwestycjami publicznymi – może oddziaływać także ożywienie na rynku mieszkaniowym, którego symptomy pojawiły się w III kw. 2010 r.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że napływające dane nie potwierdzają jednoznacznie, iż ożywienie aktywności gospodarczej ma trwały charakter. Zwracali oni uwagę, że niektóre prognozy wskazują na możliwość osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w przyszłym roku lub na możliwość jego utrzymania się na stosunkowo niskim poziomie przez najbliższe dwa lata. Podkreślali oni także, że dynamika sprzedaży detalicznej jest obecnie prawdopodobnie podwyższana przez szybki wzrost sprzedaży samochodów i dóbr trwałego użytku, do którego przyczyniają się czynniki o charakterze jednorazowym. Po wygaśnięciu oddziaływania tych czynników – zdaniem tych członków Rady – dynamika wzrostu wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych może się osłabić. Wskazuje na to niska dynamika płac realnych. Członkowie ci zwracali także uwagę, że dynamika inwestycji jest nadal bardzo niska, a w ostatnim okresie pogorszyły się nastroje przedsiębiorstw, w tym ich oczekiwania dotyczące produkcji, popytu i zatrudnienia.

Dyskutując na temat perspektyw kształtowania się inflacji w Polsce, omawiano wyniki projekcji inflacji z modelu NECMOD oraz innych prognoz. Wskazywano, że zgodnie z październikową projekcją, w całym jej horyzoncie, prawdopodobieństwo wzrostu inflacji CPI powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%, jest wyższe niż prawdopodobieństwo spadku inflacji poniżej celu. Podkreślano, że na taki rozkład tych prawdopodobieństw wskazują również inne prognozy wewnętrzne sporządzane w NBP.

Członkowie Rady zauważali, że w krótkim okresie do wzrostu inflacji przyczyniać się będzie wzrost cen żywności, wywołany wstrząsami podażowymi w kraju i za granicą, zmiany stawek podatków pośrednich oraz wzrost cen administrowanych, przede wszystkim cen energii. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że w kierunku wyższej inflacji będą także oddziaływać opóźnione efekty silnej deprecjacji złotego w trakcie kryzysu gospodarczego, która mogła nie przełożyć się jeszcze w pełni na ceny konsumpcyjne w Polsce. Zdaniem innych członków Rady czynnikami ograniczającymi inflację będzie obserwowana od kilku miesięcy aprecjacja kursu złotego, niska inflacja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki oraz słaba jeszcze presja popytowa i płacowa, w tym korzystne kształtowanie się relacji między wzrostem wydajności pracy i wzrostem funduszu płac. Część członków Rady oceniała jednak, że biorąc pod uwagę możliwe obniżenie się potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki w wyniku kryzysu finansowego, a także czynników od niego niezależnych obecne tempo wzrostu gospodarczego jest już relatywnie wysokie i nie będzie czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji w Polsce.

Zdaniem części członków Rady, po wygaśnięciu oddziaływania czynników przejściowo zwiększających inflację, może ona – w przypadku braku zaostżenia polityki pieniężnej – utrzymać się na podwyższonym poziomie ze względu na oczekiwany wzrost krajowej presji popytowej i płacowej, w tym prawdopodobne przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy oraz wzrost inflacji za granicą. Wskazuje na to prognozowany systematyczny wzrost wskaźnika inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii w projekcji z modelu NECMOD. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że presja inflacyjna może być ograniczana przez aprecjację

kursu złotego oraz zapowiadane przez rząd zacieśnienie polityki fiskalnej w 2012 r. Zwracali oni też uwagę, że inflacja obniży się w wyniku wygaśnięcia czynników o charakterze podażowym.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat sytuacji sektora finansów publicznych. Część członków Rady zwracała uwagę, że planowana skala zacieśnienia fiskalnego w 2011 r. nie jest wystarczająca do zahamowania narastania długu publicznego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że w związku z ryzykiem niższych od zakładanych dochodów z podatku VAT oraz przychodów z prywatyzacji w 2011 r. skala zacieśnienia fiskalnego, a także obniżenia potrzeb pożyczkowych budżetu państwa może być mniejsza niż założono. Członkowie ci podkreślali również, że przychody, które w 2011 r. mają obniżyć potrzeby pożyczkowe budżetu państwa, mają charakter jednorazowy i nie będą w następnych latach ograniczały narastania długu publicznego. W celu zahamowania szybkiego narastania długu publicznego niezbędne będzie więc zwiększenie skali zacieśnienia fiskalnego. Członkowie ci podkreślali także, że prawdopodobny brak zgody na odliczanie kosztów reformy emerytalnej od deficytu sektora finansów publicznych będzie wiązał się z koniecznością silnego zacieśnienia fiskalnego w kolejnych latach w celu spełnienia wymogów Paktu Stabilności i Wzrostu. Zdaniem tych członków Rady silne zacieśnienie fiskalne będzie czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy i presję inflacyjną w Polsce. Część członków Rady zwracała jednak uwagę na niepewność dotyczącą kształtu polityki fiskalnej po 2011 r. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że ze względu na możliwość wystąpienia tzw. niekeynesowskich skutków zacieśnienia fiskalnego zaostrzenie polityki fiskalnej nie musi w krótkim okresie istotnie ograniczyć dynamiki wzrostu gospodarczego, jeżeli będzie ono oparte głównie na zmniejszaniu wydatków publicznych. Jeżeli natomiast byłoby ono oparte na podwyżkach podatków pośrednich, to działałoby wówczas w kierunku wzrostu inflacji w Polsce w krótkim okresie, zwiększając jednocześnie ryzyko jej utrwalenia się na podwyższonym poziomie.

Dyskutując na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, wskazywano na kontynuację umiarkowanego ożywienia wzrostu w gospodarce światowej, w tym na utrzymywanie się niskiego wzrostu PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych oraz na stopniowe obniżanie się tempa wzrostu gospodarki chińskiej w wyniku zacieśniania polityki makroekonomicznej w tym kraju. Podkreślano, że istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostają skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz zapowiadanego jej ograniczania, a także skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych i planowanych przez główne banki centralne. Część członków Rady oceniała, że obniżenie się wzrostu gospodarczego w Chinach poprzez niekorzystny wpływ na perspektywy eksportu Niemiec może przełożyć się na spowolnienie polskiego eksportu. Jednak zdaniem innych członków Rady, zakładając, że nie nasilą się konkurencyjne dewaluacje kursów walutowych i nie nastąpi załamanie w handlu światowym, można oczekiwać utrzymania się szybkiego tempa wzrostu w największych gospodarkach wschodzących, co będzie wspierać relatywnie wysoki popyt na niemiecki, a pośrednio także na polski eksport.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że tempo wzrostu PKB w strefie euro jest obecnie zbliżone do tempa wzrostu gospodarki Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, które w przeszłości rosły szybciej niż strefa euro. Członkowie ci wskazywali, że może to być związane z odmienną reakcją polityki gospodarczej na kryzys finansowy w tych gospodarkach. W szczególności, zwracali oni uwagę, że relatywnie szybkiej poprawie nastrojów przedsiębiorców niemieckich w okresie wychodzenia z recesji mogło sprzyjać niedopuszczenie do wzrostu deficytu do wysokiego poziomu w Niemczech, ograniczające ryzyko wzrostu przyszłych obciążeń podatkowych w tym kraju.

Część członków Rady wskazywała, że – wobec prawdopodobnego wydłużenia okresu utrzymywania niskich stóp procentowych przez główne banki centralne oraz ponownego wprowadzenia poluzowania ilościowego w Stanach Zjednoczonych – ewentualna podwyżka

stóp procentowych NBP mogłaby zwiększać ryzyko szybkiego napływu kapitału i nadmiernej aprecjacji złotego.

Zdaniem innych członków Rady ewentualny wzrost dysparytetu stóp procentowych mógłby mieć jedynie ograniczony wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Członkowie ci zwracali uwagę, że na kurs złotego, podobnie jak na waluty innych gospodarek wschodzących, istotnie wpływają zmiany w percepcji ryzyka przez inwestorów na światowych rynkach finansowych. W związku z tym, ewentualnej aprecjacji złotego najprawdopodobniej towarzyszyłaby także aprecjacja walut innych gospodarek wschodzących, z którymi Polska konkuruje na rynkach międzynarodowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że ponowne wprowadzenie poluzowania ilościowego w Stanach Zjednoczonych może także sprzyjać aprecjacji kursu euro względem dolara, co będzie miało korzystny wpływ na kształtowanie się relacji między cenami polskiego eksportu i importu.

Część członków Rady oceniała także, że stabilizacja udziału inwestycji nierezydentów na rynku krajowych papierów skarbowych w październiku br. może sygnalizować pewne wyhamowanie napływu kapitału na ten rynek, co zmniejsza prawdopodobieństwo silnej aprecjacji kursu złotego. Członkowie ci podkreślali jednocześnie, że udział ten kształtuje się obecnie na relatywnie wysokim poziomie, co może zwiększać wrażliwość kursu złotego na zmiany percepcji ryzyka na rynkach światowych.

Niektórzy członkowie Rady odnosili się także do związanych z kryzysem finansowym zmian w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, które mogły wpłynąć na kształtowanie się stopy procentowej równowagi w Polsce. Oceniali oni, że prawdopodobnemu spadkowi potencjalnego wzrostu polskiej gospodarki nie musiał towarzyszyć podobny spadek stopy procentowej równowagi ze względu na możliwe zwiększenie premii za ryzyko lokowania kapitału w gospodarkach wschodzących (obniżenie się poziomu deficytu obrotów bieżących uznawanego przez inwestorów za bezpieczny).

Analizując sytuację na krajowym rynku pracy, zwracano uwagę na utrzymanie się wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przy jednoczesnym wzroście stopy bezrobocia we wrześniu br. (po skorygowaniu o czynniki sezonowe), co mogło być związane z utrzymującym się wzrostem aktywności zawodowej w gospodarce, przyczyniającym się do ograniczania presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że przy wychodzeniu z obecnego spowolnienia gospodarczego zatrudnienie zaczęło rosnąć przy wyraźnie niższej dynamice PKB niż w przeszłości, co wraz z rosnącą aktywnością zawodową może wskazywać, że w ostatnich latach na polskim rynku pracy zaszły korzystne zmiany strukturalne. Zwracano uwagę na ustabilizowanie się relacji liczby ofert pracy do liczby bezrobotnych. Jednocześnie wskazywano na niepewność odnośnie do wpływu otwarcia rynku pracy w Niemczech i Austrii w maju 2011 r. na kształtowanie się podaży pracy w Polsce, w szczególności liczby wysoko wykwalifikowanych pracowników. Część członków Rady podkreślała, że przy wysokim odsetku przedsiębiorstw, w których produkcja rosła w ostatnim okresie znacznie szybciej niż zatrudnienie, można oczekiwać dalszego wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Ponadto, oceniali oni, że wysoka dyscyplina płacowa w przedsiębiorstwach w okresie spowolnienia była raczej zaburzeniem niż zmianą strukturalną, które powinno wygasać wraz z poprawą koniunktury. W konsekwencji, w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej można oczekiwać nasilenia się presji płacowej w gospodarce.

Członkowie Rady dyskutowali także na temat kształtowania się oczekiwań inflacyjnych. Wskazywano, że po wzroście w sierpniu br. w kolejnych miesiącach większość miar oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych obniżyła się i obecnie kształtują się one na poziomie bliskim celowi inflacyjnemu NBP. Zwracano także uwagę na spadek odsetka przedsiębiorstw, które w badaniach koniunktury deklarują podwyżki cen własnych, mimo spodziewanego

wzrostu cen surowców. Jednak według niektórych członków Rady na podstawie danych z przeszłości można oceniać, że wywołane tym zawężenie się marż producentów będzie miało niewielki i szybko wygasający wpływ na inflację. Jednocześnie wskazywano, że wzrosły oczekiwania przedsiębiorstw i analityków sektora finansowego dotyczące wzrostu cen w całej gospodarce. Podkreślano, że oczekiwana podwyżka VAT i akcyzy nie doprowadziła do znaczącego pogorszenia się oczekiwań inflacyjnych. Część członków Rady wskazywała jednak na ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych na początku 2011 r., po wejściu w życie zapowiadanych zmian stawek podatków pośrednich.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kształtowania się agregatów monetarnych. Wskazywano na utrzymywanie się relatywnie stabilnej dynamiki podaży pieniądza M3, obniżające się roczne tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych oraz na nadal ujemną, choć stopniowo rosnącą dynamikę roczną kredytów dla przedsiębiorstw³⁸. Podkreślano, że popyt przedsiębiorstw na kredyt pozostaje niski, a przyrost zadłużenia w sektorze bankowym dotyczy głównie dużych przedsiębiorstw, natomiast nadal brak jest wyraźnego ożywienia akcji kredytowej w odniesieniu do sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Zdaniem części członków Rady obecny umiarkowany wzrost agregatów monetarnych nie wskazuje na ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika M3 nie jest niska w zestawieniu z tempem wzrostu nominalnego PKB. Członkowie ci zwracali szczególną uwagę na kształtowanie się kredytów mieszkaniowych, których przyrost jest znacząco wyższy od przyrostu innych kategorii kredytów dla gospodarstw domowych i dla przedsiębiorstw. Członkowie ci wskazywali, że wobec spadku oprocentowania kredytów hipotecznych wskutek obniżania marż przez banki oraz oczekiwanego przez banki wzrostu popytu na te kredyty, można oczekiwać dalszego przyspieszenia dynamiki tych kredytów, która już obecnie przekracza osiągalne tempo wzrostu dochodów do dyspozycji.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady podkreślała, że oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego wspierające poprawę sytuacji na rynku pracy może – w przypadku braku zaostrzenia polityki pieniężnej – prowadzić do stopniowego wzrostu presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Aby ograniczyć ryzyko pojawienia się tej presji, członkowie ci twierdzili, że uzasadniona byłaby podwyżka stóp procentowych NBP. Podwyżka taka byłaby dostosowaniem parametrów polityki pieniężnej do obecnej oceny sytuacji gospodarczej po okresie silnego obniżenia aktywności gospodarczej wywołanego globalnym kryzysem finansowym. Sprzyjałaby ona także zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego NBP.

Zdaniem innych członków Rady nadal umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego w Polsce, niska obecnie presja płacowa i popytowa (potwierdzone przez kształtowanie się inflacji bazowej na niskim poziomie) oraz możliwość zwiększenia się napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, w połączeniu z ryzykiem dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, uzasadniają pozostawienie podstawowych stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu Rady. Członkowie ci podkreślali także, że wzrost dysparytetu stóp procentowych w połączeniu z aprecjacją kursu mógłby sprzyjać wzrostowi kredytowania w walutach obcych.

Na posiedzeniu Rada rozważała także podwyżkę stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. Część członków Rady zwracała uwagę, że stopa rezerwy obowiązkowej została obniżona w ramach działań antykryzysowych w okresie silnych zaburzeń płynnościowych na rynkach finansowych i wobec wygaśnięcia tych zaburzeń uzasadnione jest podwyższenie tej stopy do poziomu sprzed kryzysu finansowego. Taka decyzja byłaby zarazem sygnałem gotowości Rady

³⁸ Wielkości oczyszczone z wpływu wahań kursowych.

do reagowania na nasilanie się presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że podwyżka stopy rezerwy obowiązkowej będzie miała jedynie niewielki wpływ na poziom płynności na krajowym rynku pieniężnym i nie będzie czynnikiem, który mógłby przełożyć się na ograniczenie presji inflacyjnej w gospodarce. Jednocześnie wskazywali, że podwyżka stopy rezerw obowiązkowych nie jest najlepszym sygnałem gotowości Rady do reagowania na nasilanie się presji inflacyjnej.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. z 3,0% do 3,5%. Wniosek został przyjęty. Decyzja ta ma zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od 31 grudnia 2010 r. Na posiedzeniu złożono także wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,5 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 23 listopada 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuacji na rynku pracy, agregatów monetarnych i kredytowych oraz kształtowania się kursu złotego.

Rada zwracała uwagę na dalsze ożywienie aktywności gospodarczej w Polsce, które będzie prawdopodobnie kontynuowane w kolejnych kwartałach. Część członków Rady wskazywała na podwyższenie przez międzynarodowe instytucje prognoz wzrostu PKB na 2011 r. dla Polski. Członkowie ci podkreślali, że wzrost PKB jest w coraz większym stopniu wspierany przez czynniki krajowe, w szczególności przez wzrost spożycia indywidualnego, któremu sprzyja poprawa sytuacji na rynku pracy. Wskazywali oni także na stosunkowo wysoki poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, co powinno przełożyć się na ożywienie popytu inwestycyjnego przedsiębiorstw, zwłaszcza biorąc pod uwagę ich bardzo dobrą sytuację finansową. Utrzymaniu wysokiej – w ich ocenie – dynamiki PKB w kolejnych kwartałach powinny również sprzyjać korzystne perspektywy dla eksportu związane w szczególności z wysoką aktywnością gospodarczą w Niemczech i szybkim wzrostem niemieckiego eksportu. Zdaniem tych członków Rady w 2011 r. nie należy spodziewać się znaczącego ograniczenia popytu ze strony sektora finansów publicznych w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali, że nadal istnieje ryzyko obniżenia się wzrostu gospodarczego na świecie, a popyt krajowy uzależniony jest od kształtowania się nastrojów konsumenckich, które w listopadzie ponownie nieco się pogorszyły oraz od wielkości inwestycji publicznych, których realizacja może się opóźnić. Zdaniem tych członków Rady przesunięcie inwestycji publicznych oraz ograniczenie innych wydatków sektora finansów publicznych, w połączeniu z możliwym dalszym wzrostem obciążeń podatkowych, będzie również wynikiem koniecznego zacieśnienia polityki fiskalnej w 2011 r., które w krótkim okresie będzie obniżało dynamikę PKB. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że bez istotnego ożywienia kredytu inwestycyjnego nie będzie możliwy wzrost inwestycji przedsiębiorstw.

Omawiając sytuację na rynku pracy część członków Rady podkreślała, że wzrost aktywności zawodowej w gospodarce powoduje, że zwiększaniu się zatrudnienia nie towarzyszy w ostatnich miesiącach spadek stopy bezrobocia, przez co wskaźnik napięć na rynku pracy nie rośnie, a presja płacowa pozostaje ograniczona. Brak wyraźnej presji płacowej potwierdzają – w ich ocenie – również dane o wynagrodzeniach w gospodarce, których dynamika w III kw. 2010 r. była niska. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że dalsze zwiększanie zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w połączeniu z rosnącą liczbą ofert pracy sygnalizują ożywienie na

rynku pracy, które może przyczynić się do stopniowego wzrostu presji płacowej. Zdaniem tych członków Rady czynnikiem sprzyjającym przyspieszeniu wzrostu płac mogą być bardzo dobre wyniki finansowe firm, w szczególności kontrolowanych przez państwo przedsiębiorstw sektora surowcowego. Część członków Rady nadal wskazywała, że czynnikiem niepewności dla kształtowania się podaży pracy w Polsce są skutki otwarcia rynków pracy Niemiec i Austrii w maju 2011 r. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że rozwój sytuacji na rynku pracy, w tym wielkość podaży pracy, będzie zależała także od zmian w polityce podatkowej i emerytalnej.

Omawiając kształtowanie się agregatów kredytowych wskazywano, że lekkiemu wyhamowaniu przyrostu kredytu dla gospodarstw domowych (wynikającemu w dużym stopniu ze stopniowego wprowadzania w życie zaleceń Rekomendacji T) towarzyszył dalszy powolny przyrost akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że biorąc pod uwagę wzrost odsetka kredytów zagrożonych, banki nie będą skłonne łagodzić swojej polityki kredytowej. Powinno to ograniczać ryzyko zbyt silnej ekspansji kredytu i wzrostu cen na rynkach aktywów, a także nasilenia się presji inflacyjnej. Zdaniem tych członków Rady na ograniczone ryzyko nadmiernego wzrostu presji inflacyjnej wskazuje również obniżenie się w ostatnim okresie dynamiki agregatów monetarnych. Inni członkowie Rady argumentowali, że miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych utrzymują się na relatywnie wysokim poziomie (niższym jedynie niż w latach 2007-2008), a kredyt dla przedsiębiorstw od kilku miesięcy systematycznie rośnie. Zdaniem tych członków Rady oczekiwane przyspieszenie dynamiki PKB może sprzyjać przyspieszeniu wzrostu akcji kredytowej – z jednej strony poprzez wzmocnienie popytu sektora prywatnego na kredyt, a z drugiej strony poprzez zachęcenie banków do łagodzenia warunków kredytowania. Członkowie ci zwracali uwagę, że spadek dynamiki podaży pieniądza w październiku wynikał z efektu bazy, będącego rezultatem zwiększonego zapotrzebowania na kredyt krótkoterminowy w październiku 2009 r. związanego z prywatyzacją PGE.

Analizując wzrost inflacji CPI w październiku 2010 r. do 2,8% wskazywano, że wynikał on ze wzrostu dynamiki cen żywności i energii, tj. czynników w znacznym stopniu niezależnych od polityki pieniężnej. Część członków Rady podkreślała przy tym, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymuje się na niskim poziomie, a niektóre prognozy wskazują, że po przejściowym wzroście inflacja CPI obniży się w II połowie 2011 r. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że pozostałe miary inflacji bazowej wzrosły, a w kolejnych miesiącach można oczekiwać także wzrostu inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Członkowie ci argumentowali ponadto, że wzrostu cen żywności i energii nie można uznać za przejściowy. W ich ocenie wynika on bowiem w znacznym stopniu z oddziaływania czynników globalnych (tj. silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych związanego z rosnącym popytem ze strony gospodarek wschodzących). Czynniki te również w przyszłości mogą podtrzymywać wysoką dynamikę cen tych kategorii dóbr.

Rada dyskutowała także na temat oczekiwań inflacyjnych i ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Część członków Rady wskazywała, że oczekiwania inflacyjne w Polsce charakteryzują się znaczną adaptacyjnością, a więc wraz ze wzrostem bieżącej inflacji będą one rosły, zwiększając ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Do podwyższenia oczekiwań może się również przyczyniać wzrost cen dóbr często kupowanych, a także podwyżka większości stawek VAT w 2011 r. Inni członkowie Rady oceniali, że ryzyko przełożenia wzrostu oczekiwań inflacyjnych na wzrost płac jest nieduże ze względu na niewielkie znaczenie związków zawodowych w polskiej gospodarce. Podkreślali oni również, że dynamika jednostkowych kosztów pracy jest nadal niska, co oznacza, że ze względu na rosnącą wydajność pracy ewentualne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń będzie miało ograniczony wpływ na inflację.

Analizując wpływ uwarunkowań zewnętrznych na kształtowanie się perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę na stosunkowo wysoki

wzrost gospodarczy na świecie, w tym na dalsze ożywienie w krajach rozwiniętych oraz wysoką dynamikę PKB w krajach rozwijających się. Zdaniem tych członków Rady wzrost aktywności w gospodarce światowej będzie sprzyjał przyspieszeniu wzrostu PKB w Polsce oraz utrzymaniu wysokiej dynamiki cen surowców na rynkach światowych w najbliższych latach – przekładając się na wzrost krajowej presji inflacyjnej. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w szczególności relatywnie korzystną sytuację w Niemczech, co poprzez pozytywny wpływ na polski eksport i wzrost PKB również może prowadzić do stopniowego narastania presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady wskazywali, że aktywność w gospodarce niemieckiej jest w znacznym stopniu uzależniona od wzrostu PKB w Chinach, które obecnie zaostrzają politykę makroekonomiczną, co będzie oddziaływać w kierunku obniżania ich wzrostu gospodarczego. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostaje trudna sytuacja fiskalna części krajów strefy euro oraz skutki dalszej ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej w Stanach Zjednoczonych, a także napięcia między rządami największych gospodarek na świecie dotyczące polityki kursowej.

Omawiając zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki mogące mieć wpływ na kształtowanie się kursu złotego zwracano uwagę, z jednej strony, na decyzję Fed o zwiększeniu skali ekspansji monetarnej oraz, z drugiej strony, na pogłębienie się problemów budżetowych w Irlandii. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że reakcja rynków finansowych na oba wydarzenia była słabsza niż na podobne wcześniejsze wydarzenia. Może to wskazywać, że ewentualne dalsze zaburzenia związane z sytuacją w niektórych krajach strefy euro będą miały ograniczony wpływ na nastroje na globalnych rynkach finansowych. Część członków Rady argumentowała równocześnie, że na kształtowanie się kursu złotego mogą mieć wpływ nie tylko czynniki zewnętrzne, ale także krajowe, w szczególności wielkość emisji skarbowych papierów wartościowych. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że wyhamowanie napływu inwestycji portfelowych do Polski w ostatnim okresie mogło być związane ze zmniejszeniem nowych emisji obligacji, wynikającym z zaspokojenia potrzeb pożyczkowych państwa na 2010 r.

Odnosząc się do wpływu krajowej polityki pieniężnej na kurs złotego w warunkach wydłużenia okresu ekspansji monetarnej przez główne banki centralne, część członków Rady podkreślała, że znaczenie ewentualnego wzrostu dysparytetu stóp procentowych mogłoby być ograniczone ze względu na zwiększenie się – w wyniku kryzysu – roli zmian globalnej awersji do ryzyka dla kształtowania się kursu walutowego. Zdaniem tych członków Rady mniejsza obecnie wrażliwość kursu na zmiany dysparytetu przemawia za jak najszybszym zaostrzeniem polityki pieniężnej w Polsce. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że możliwej aprecjacji złotego najprawdopodobniej towarzyszyłaby także aprecjacja walut innych gospodarek wschodzących. Wskazywali oni, że ryzyko silniejszej aprecjacji złotego niż walut innych gospodarek wschodzących jest ograniczane przez duży deficyt w finansach publicznych w Polsce. Inni członkowie Rady podkreślali, że kształtowanie się kursu złotego jest ważnym czynnikiem wpływającym – wraz z poziomem stóp procentowych – na łączną restrykcyjność warunków monetarnych i dlatego powinno być uwzględniane w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Podczas posiedzenia członkowie Rady dyskutowali także na temat ewentualnych zmian potencjalnego tempa wzrostu polskiej gospodarki. Część członków Rady podkreślała, że niezależnie od zmian potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego w kierunku wzrostu stopy procentowej równowagi oddziałuje, z jednej strony, spadek deficytu obrotów bieżących uznawanego przez uczestników rynków finansowych za bezpieczny, a z drugiej strony, wzrost deficytu w finansach publicznych. Inni członkowie Rady wskazywali, że w kierunku spadku stopy procentowej równowagi oddziałuje duża skala płynności na światowych rynkach finansowych.

Rada dyskutowała również na temat bilansu kosztów, odpowiednio, zbyt późnego i zbyt wczesnego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady uznała, że ryzyko zwiększenia się presji płacowej i inflacyjnej związanej z przyspieszającą dynamiką PKB wraz z ryzykiem wzrostu oczekiwań inflacyjnych przemawia za podwyższeniem stóp procentowych NBP. W ich ocenie podwyższenie stóp procentowych o 0,50 pkt. proc. mogłoby być jednorazowym dostosowaniem parametrów polityki pieniężnej do obecnej sytuacji gospodarczej, po okresie silnego obniżenia aktywności gospodarczej wywołanego globalnym kryzysem finansowym. Z kolei podwyższenie stóp o 0,25 pkt. proc. mogłoby być rozpoczęciem cyklu stopniowego zacieśnienia polityki pieniężnej, którego skala i tempo byłyby uzależnione od kształtowania się koniunktury w kolejnych kwartałach.

Większość członków Rady uznała, że brak wyraźnej presji płacowej i inflacyjnej, nadal słaba presja popytowa oraz ograniczona skala akcji kredytowej uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie w listopadzie. Za utrzymaniem stóp na dotychczasowym poziomie przemawia także – zdaniem tych członków Rady – utrzymujące się ryzyko nadmiernej aprecjacji złotego związane z silną ekspansją monetarną w największych gospodarkach rozwiniętych, a także niepewność dotycząca rozwoju koniunktury gospodarczej za granicą.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono także wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 22 grudnia 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego i inflacji oraz sytuacji sektora finansów publicznych w Polsce.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, wskazywano na kontynuację ożywienia w gospodarce światowej, przy nieznacznym przyspieszeniu wzrostu PKB w III kw. 2010 r. w Stanach Zjednoczonych i jego obniżeniu w strefie euro. Zwracano jednak równocześnie uwagę na utrzymujące się zróżnicowanie sytuacji gospodarczej krajów Unii Europejskiej, a w szczególności na korzystną koniunkturę w Niemczech, Wielkiej Brytanii i Francji, będących największymi odbiorcami polskiego eksportu, której towarzyszy pogłębianie się problemów w peryferyjnych krajach UE. Część członków Rady podkreślała, że korzystna koniunktura u najważniejszych partnerów handlowych krajów Europy Środkowo-Wschodniej przekłada się na podwyższenie prognoz wzrostu gospodarczego dla tych krajów, w tym dla Polski.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że napięcia związane z głęboką nierównowagą fiskalną stopniowo rozszerzają się na kolejne kraje i w przyszłości mogą dotknąć duże gospodarki rozwinięte. W tym kontekście wskazywano, że należy liczyć się z możliwością pojawiania się kolejnych zaburzeń na rynkach finansowych, co może ograniczać skalę napływu kapitału do krajów wschodzących, w tym do Polski. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że konieczne ograniczenie skali nierównowagi fiskalnej w krajach strefy euro w krótkim okresie będzie działało w kierunku obniżenia dynamiki ich PKB. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na możliwość wystąpienia efektów nie-keynesowskich w warunkach planowanego zacieśnienia fiskalnego w krajach strefy euro.

Część członków Rady wskazywała, że ekspansywna polityka pieniężna, w tym niestandardowe działania podejmowane przez główne banki centralne, w połączeniu z poprawą nastrojów na rynkach finansowych, przyczyniają się do silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych, wzmacniając tendencje długookresowe. Nasila to presję kosztową, a w efekcie również inflacyjną w gospodarkach wschodzących, co jest widoczne w wysokiej dynamice PPI w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce. W dłuższej perspektywie ekspansywna polityka pieniężna i długookresowe tendencje wzrostowe cen surowców mogą doprowadzić do wzrostu inflacji także w gospodarkach rozwiniętych. Członkowie ci argumentowali, że krajowa polityka pieniężna powinna uwzględniać te uwarunkowania. W szczególności powinna brać pod uwagę, że rosnący popyt na surowce ze strony krajów rozwijających się będzie sprzyjał dalszym wzrostom ich cen także w perspektywie średnio- i długookresowej. Inni członkowie Rady argumentowali, że wzrost cen światowych jest czynnikiem niezależnym od polityki pieniężnej prowadzonej przez banki centralne krajów będących małymi gospodarkami otwartymi.

Członkowie Rady wskazywali na stopniowe przyspieszanie wzrostu gospodarczego w Polsce, który w III kw. okazał się wyższy od oczekiwań. Część członków Rady oceniała jednak, że w kolejnych kwartałach jego tempo najprawdopodobniej nie zwiększy się znacząco, na co wskazuje brak wyraźnej poprawy wyprzedzających wskaźników koniunktury. Ograniczająco na wzrost PKB może także wpływać zapowiadane zacieśnienie polityki fiskalnej. Członkowie ci podkreślali, że utrzymuje się niepewność dotycząca trwałości przyspieszenia wzrostu PKB, związana z możliwym osłabieniem dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych na początku 2011 r., po wygaśnięciu czynników, które przejściowo ją wzmocniły. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że osłabieniu dynamiki konsumpcji będzie przeciwdziałać dalsza stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym rosnące zatrudnienie, co będzie wpływało korzystnie na nastroje konsumentów.

Wśród czynników zwiększających niepewność dotyczącą trwałości przyspieszenia wzrostu gospodarczego część członków Rady wymieniała dotychczasowy brak ożywienia inwestycji przedsiębiorstw. Wskazywali oni, że aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw może ograniczać niepewność związana z sytuacją w otoczeniu polskiej gospodarki, ograniczona akcja kredytowa, stosunkowo wysokie obciążenia fiskalne i przeszkody administracyjno-prawne. Jednak inni członkowie Rady zwracali uwagę, że stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce systematycznie rośnie i obecnie kształtuje się nieco powyżej poziomu wieloletniej średniej, co powinno sprzyjać ożywieniu popytu inwestycyjnego. W kierunku wzrostu inwestycji może również oddziaływać dobra sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw, zwłaszcza dużych, które inwestują więcej niż małe i średnie firmy.

Dyskutując na temat inflacji, część członków Rady podkreślała, że choć w listopadzie inflacja CPI nieco się obniżyła, to nadal kształtuje się powyżej celu inflacyjnego 2,5%. Ponadto w kolejnych miesiącach, ze względu na wzrost większości stawek VAT oraz podwyżki cen energii, można oczekiwać wzrostu wskaźnika inflacji. Analizując ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie, członkowie ci wskazywali, że zwiększa je stopniowo rosnące tempo wzrostu PKB, które – ich zdaniem – może utrzymać się w kolejnych kwartałach powyżej tempa wzrostu produktu potencjalnego. W ocenie tych członków Rady, czynnikiem, który z jednej strony wzmacnia popyt, a z drugiej strony może osłabiać dynamikę produktu potencjalnego jest kształtowanie się kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że utrwaleniu się wyższej inflacji może sprzyjać adaptacyjny charakter oczekiwań inflacyjnych. Inni członkowie Rady argumentowali, że dotychczas wzrost inflacji wynikał przede wszystkim z oddziaływania czynników podażowych, w znacznym stopniu niezależnych od polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków Rady na brak wyraźnej presji popytowej wskazuje wciąż niski i stabilny poziom inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Członkowie ci podkreślali również, że umiarkowana skala oczekiwanego wzrostu inflacji w kolejnych kwartałach będzie zmniejszała ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy część członków Rady zwracała uwagę, że utrzymywanie się niskiej dynamiki płac i relatywnie wysokiej stopy bezrobocia – wynikające m.in. ze wzrostu aktywności zawodowej – będą ograniczały wzrost presji płacowej, a w konsekwencji także inflacyjnej. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że zgodnie z wynikami badań NBP znacząco obniżył się odsetek zatrudnionych, którzy mają być objęci podwyżkami płac w I kw. 2011 r. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na rosnący udział wśród bezrobotnych osób pozostających długotrwale bez pracy wysoki poziom stopy bezrobocia będzie w coraz mniejszym stopniu hamować wzrost płac.

Niektórzy członkowie Rady nadal podkreślali ponadto, że istotnym czynnikiem niepewności w odniesieniu do wielkości podaży pracy, pozostaje wpływ otwarcia rynku pracy Niemiec i Austrii dla polskich obywateli w połowie 2011 r. Inni członkowie Rady wskazywali, że wraz ze zmniejszaniem się różnicy w zarobkach oferowanych w kraju i za granicą bodźce do emigracji zarobkowej słabną i w związku z tym otwarcie niemieckiego i austriackiego rynku pracy nie powinno skutkować znaczącym odpływem siły roboczej z Polski, a raczej zalegalizowaniem zatrudnienia Polaków już obecnie pracujących w Niemczech i Austrii.

Dyskutując na temat akcji kredytowej, część członków Rady zwracała uwagę, że miesięczne przyrosty kredytów na cele mieszkaniowe dla gospodarstw domowych są zbliżone do obserwowanych w okresie boomu kredytowego w latach 2007-2008, a roczna dynamika tych kredytów wyraźnie przekracza tempo wzrostu dochodów do dyspozycji możliwe do osiągnięcia bez ryzyka wzrostu inflacji. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, przyspieszenie wzrostu gospodarczego zwiększa ryzyko nadmiernego wzrostu akcji kredytowej w przyszłości, gdyż z jednej strony sprzyja łagodzeniu warunków kredytowania przez banki, a z drugiej strony powoduje zwiększenie popytu sektora prywatnego na kredyt. Inni członkowie Rady podkreślali, że przyrost kredytów dla przedsiębiorstw jest nadal bardzo ograniczony, a istotny wzrost udziału kredytów zagrożonych w portfelach banków może skłonić je do zwiększenia restrykcyjności polityki kredytowej, co będzie przeciwdziałało ożywieniu akcji kredytowej. Wskazywano przy tym na duże znaczenie dla skuteczności krajowej polityki pieniężnej kwestii dostępności kredytów walutowych dla gospodarstw domowych.

Analizując sytuację sektora finansów publicznych, część członków Rady zwracała uwagę, że skala planowanego zacieśnienia fiskalnego w Polsce w latach 2011-2012 jest mniejsza niż w innych krajach europejskich, charakteryzujących się podobnym poziomem deficytu sektora finansów publicznych. Zdaniem tych członków Rady, w warunkach wysokich potrzeb pożyczkowych wielu krajów może to niekorzystnie oddziaływać na możliwość pozyskiwania przez Polskę środków na sfinansowanie długu publicznego od inwestorów zagranicznych. Inni członkowie Rady oceniali, że skala zacieśnienia fiskalnego w Polsce w 2011 r. nie będzie mniejsza niż w większości krajów europejskich. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że obok niewielkiej skali ograniczenia nierównowagi fiskalnej w Polsce, także ewentualna zmiana zasad dotyczących podziału składek emerytalnych między część repartycyjną i kapitałową systemu emerytalnego może przyczynić się do spadku zaufania inwestorów zwiększając w efekcie skalę wahań kursu złotego i cen instrumentów finansowych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wprowadzenie zmian do systemu emerytalnego może zwiększyć wiarygodność polskiej gospodarki.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych w polskiej gospodarce, część członków Rady wskazywała, że ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie, które zwiększa się wraz ze stopniowym przyspieszaniem wzrostu gospodarczego, wymaga rozpoczęcia cyklu stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci argumentowali ponadto, że podwyżka stóp procentowych wyprzedzająca oczekiwany wzrost inflacji sprzyjałaby stabilizacji oczekiwań inflacyjnych podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady

podkreślali, że mniejsza niż w przeszłości wrażliwość kursu złotego na dysparytet stóp procentowych zwiększa koszty ewentualnej zbyt późnej reakcji banku centralnego na presję inflacyjną.

Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że presja płacowa i popytowa pozostaje obecnie ograniczona, nadal brak jest ożywienia akcji kredytowej, a dotychczasowy i oczekiwany w krótkim okresie wzrost inflacji wynika przede wszystkim z czynników niezależnych od polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków Rady argumenty te uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie niektórzy z tych członków Rady podkreślali, że wzrost aktywności gospodarczej zwiększający ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie może wymagać zacieśniania polityki pieniężnej w nieodległej perspektywie, jednak rozpoczęcie stopniowego podwyższania stóp procentowych NBP powinno nastąpić po pewnej poprawie nastrojów na rynkach finansowych.

Na posiedzeniu złożono wnioski o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt. proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 19 stycznia 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała o sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym o kształtowaniu się cen surowców i sytuacji na rynkach finansowych, oraz o perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano, że choć w wielu krajach istotnie rośnie inflacja CPI, wzrostowi gospodarczemu na świecie towarzyszy nadal niska inflacja bazowa. Zwracano uwagę, że mimo utrzymującego się ryzyka pojawienia się kolejnych zaburzeń w globalnej gospodarce, dotychczasowe ożywienie aktywności w największych gospodarkach rozwiniętych – niezbyt silne – wydaje się stosunkowo trwałe. Jednocześnie, według części członków Rady, maleją wcześniejsze obawy o znaczące spowolnienie wzrostu w najważniejszych gospodarkach wschodzących.

Analizując sytuację w strefie euro, część członków Rady wskazywała, że ożywienie aktywności w tej gospodarce jest stosunkowo słabe i następuje przy wciąż wysokim bezrobociu. Zdaniem tych członków Rady, w krótkim okresie, w kierunku obniżenia dynamiki PKB w krajach strefy euro może oddziaływać zapowiadane ograniczanie skali nierównowagi fiskalnej. Członkowie ci podkreślali, że silne uzależnienie polskiej gospodarki od koniunktury w Niemczech może oznaczać, iż wraz z oczekiwanym w 2011 r. pewnym osłabieniem wzrostu PKB w Niemczech obniżeniu może także ulec dynamika PKB w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali, że kształtowanie się koniunktury w Wielkiej Brytanii, gdzie następuje istotne zacieśnienie polityki fiskalnej, może świadczyć o ograniczonej skali negatywnych – w krótkim okresie – skutków konsolidacji fiskalnej dla wzrostu gospodarczego. Ponadto, zdaniem tych członków Rady oczekiwana dobra koniunktura u głównych partnerów handlowych Polski, w tym w Niemczech, gdzie wzrost PKB ma się utrzymać powyżej wieloletniej średniej, oraz dalsze ożywienie aktywności w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, będą podtrzymywały wzrost polskiego eksportu i – w konsekwencji – PKB.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, wskazywano na dalszy wzrost cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Członkowie Rady podkreślali, że tendencja ta jest w znacznym stopniu związana z czynnikami długookresowymi, tj. z rosnącym popytem, zwłaszcza krajów wschodzących, przy ograniczonym w perspektywie kilku najbliższych lat

wzroście podaży. Do podwyższenia cen niektórych surowców przyczyniają się także niekorzystne warunki klimatyczne w niektórych krajach oraz rosnąca produkcja biopaliw. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych, w połączeniu z poprawą nastrojów na rynkach finansowych, sprzyja zwiększonej działalności spekulacyjnej na rynkach surowcowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na próby ograniczenia skali tej działalności przez amerykańskie instytucje nadzorcze.

Rozważając kwestię właściwej reakcji polityki pieniężnej na silne wzrosty cen na światowych rynkach surowców, część członków Rady przywoływała doświadczenia kryzysów naftowych z lat 70. XX wieku. Podkreślali oni, że krajom, które zdecydowały się wówczas prowadzić stosunkowo restrykcyjną politykę makroekonomiczną udało się utrzymać inflację na relatywnie niskim poziomie. Zdaniem tych członków Rady, choć szoki surowcowe mają charakter zewnętrzny należy je brać pod uwagę przy kształtowaniu krajowej polityki pieniężnej, aby nie dopuścić do utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że wzrost światowych cen surowców przekłada się obecnie na wzrost inflacji w większości krajów.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na ogromną skalę ekspansji fiskalnej w największych gospodarkach rozwiniętych, która – przy ograniczonej możliwości jej zmniejszenia – będzie dodatkowym czynnikiem mogącym zwiększyć inflację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki w dłuższym okresie.

Odnosząc się do perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego członkowie Rady wskazywali, że dane o PKB w III kw. ub.r., miesięczne dane o aktywności gospodarczej w IV kw. 2010 r. oraz wskaźniki koniunktury w styczniu 2011 r. świadczą o utrwalaniu się relatywnie szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce. Podkreślano, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB może zacząć prowadzić do stopniowego nasilenia krajowej presji inflacyjnej, mimo że dynamika PKB nie będzie prawdopodobnie przekraczać wieloletniej średniej.

Część członków Rady zwracała uwagę na relatywnie wysoką dynamikę spożycia indywidualnego, którego dalszy wzrost może być wspierany przez rosnące zatrudnienie. Zdaniem tych członków Rady, zwiększeniu konsumpcji może również sprzyjać wysoka dynamika kredytu mieszkaniowego dla gospodarstw domowych, która przekracza tempo wzrostu dochodów do dyspozycji możliwe do osiągnięcia bez ryzyka wzrostu inflacji. Członkowie ci wskazywali również, że stosunkowo wysokie i rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz bardzo dobre wyniki finansowe firm, zwłaszcza dużych, stosujących kapitałochłonne technologie, powinny przyczynić się do ożywienia inwestycji. Korzystne perspektywy dla popytu sektora prywatnego, w połączeniu z dobrą koniunkturą za granicą powinny – zdaniem tych członków Rady – sprzyjać stosunkowo szybkiemu wzrostowi PKB.

Inni członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem niepewności co do skali dalszego ożywienia jest wciąż wysokie i rosnące w ostatnich miesiącach 2010 r. bezrobocie, które może ograniczać wzrost konsumpcji prywatnej. Według tych członków Rady, brak ożywienia akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw i możliwe zaostrzenie polityki kredytowej banków w efekcie pogorszenia się ich portfeli kredytowych mogą oddziaływać w kierunku obniżenia inwestycji przedsiębiorstw, zwłaszcza małych i średnich. Ponadto wskazywano, że nadal należy liczyć się z ryzykiem osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego w przypadku wystąpienia silnych zaburzeń, związanych zwłaszcza z dużą nierównowagą fiskalną w części krajów strefy euro.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że możliwe wypychanie przez kredyt dla gospodarstw domowych innych rodzajów działalności banków, w tym finansowania przez nie inwestycji przedsiębiorstw, oraz relatywnie słaby kurs złotego, który m.in. zwiększa koszty importu dóbr kapitałowych, mogą oddziaływać w kierunku obniżania się potencjalnego tempa

wzrostu polskiej gospodarki. Członkowie ci argumentowali, że negatywny wpływ na dynamikę produktu potencjalnego może mieć także ograniczenie części kapitałowej systemu emerytalnego. Inni członkowie Rady oceniali, że zmiany dotyczące podziału składek w systemie emerytalnym nie będą negatywnie oddziaływać ani na tempo wzrostu PKB, ani na dynamikę produktu potencjalnego.

Dyskutując na temat inflacji wskazywano, że – zgodnie z oczekiwaniami – inflacja CPI w grudniu 2010 r. wzrosła do poziomu 3,1%, pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Część członków Rady podkreślała przy tym, że choć w najbliższych miesiącach prawdopodobny jest dalszy wzrost wskaźnika CPI na skutek działania czynników niezależnych od krajowej polityki pieniężnej, takich jak podwyżka większości stawek VAT, to w drugiej połowie roku można oczekiwać obniżenia się inflacji. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że wzrost inflacji w grudniu 2010 r. związany był częściowo ze wzrostem inflacji bazowej, a dostępne prognozy wskazują, że w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej inflacja CPI utrzyma się powyżej celu inflacyjnego. Członkowie ci podkreślali, że ryzykiem dla stabilności cen jest wzrost światowych cen surowców. Przekłada się on na zwiększenie kosztów produkcji, co jest widoczne w wysokiej dynamice PPI. Kontynuacja ożywienia aktywności w polskiej gospodarce, w połączeniu z rosnącą inflacją za granicą – zdaniem tych członków Rady – będą ułatwiać przedsiębiorcom przenoszenie rosnących kosztów na ceny konsumenta. Członkowie Rady zgadzali się, że ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie jest zwiększane przez istotny wzrost pod koniec 2010 r. oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych i przedsiębiorstw, któremu towarzyszyło podwyższenie prognoz inflacji przez analityków sektora finansowego.

Analizując wpływ podwyżki stawek VAT na kształtowanie się inflacji, część członków Rady oceniała, że będzie on niewielki i przejściowy, gdyż w przypadku niektórych dóbr podwyżka stawek VAT zostanie skompensowana obniżką marż. Inni członkowie Rady wskazywali, że jeżeli – zgodnie ze wstępnymi szacunkami – podwyżka stawek VAT będzie miała największy wpływ na ceny transportu drogowego, to jej wtórne efekty inflacyjne mogą okazać się silniejsze niż wcześniej oceniano. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że silniejsze przełożenie się podwyżki stawek VAT na inflację może również wynikać z efektu psychologicznego, skutkującego wzrostem oczekiwań inflacyjnych.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, część członków Rady zwracała uwagę na utrzymywanie się relatywnie wysokiej stopy bezrobocia oraz spadek jednostkowych kosztów pracy w III kw. 2010 r., co oddziałuje w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego nasilą się żądania płacowe pracowników oraz zmniejszy się odporność przedsiębiorstw na te żądania. Skala żądanych podwyżek może być dodatkowo zwiększana przez utrzymywanie się podwyższonej inflacji. Z kolei zmniejszać odporność przedsiębiorstw na żądania płacowe mogą – obok zwiększonej rotacji pracowników – bardzo dobre wyniki finansowe firm, zwłaszcza surowcowych, w których siła związków zawodowych jest stosunkowo duża.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych w polskiej gospodarce, członkowie Rady uznali, że utrwalanie się ożywienia gospodarczego za granicą oraz przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce, w połączeniu z dalszym silnym wzrostem światowych cen surowców i podwyższeniem oczekiwań inflacyjnych, zwiększają ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. W ocenie Rady wymaga to zacieśnienia polityki pieniężnej i – biorąc pod uwagę pewną poprawę nastrojów na rynkach finansowych – powinno ono nastąpić na bieżącym posiedzeniu Rady. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że mniejsza niż w przeszłości wrażliwość kursu złotego na dysparytet stóp procentowych zwiększałaby koszty ewentualnej zbyt późnej reakcji banku centralnego na presję inflacyjną.

Większość członków Rady uznała, że podwyższenie stóp procentowych na styczniowym posiedzeniu jest początkiem procesu stopniowego zacieśniania polityki pieniężnej, którego skala i tempo będą uzależnione od napływających danych dotyczących przebiegu procesów makroekonomicznych. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że obecnie trudno ocenić czy konieczne będzie dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków, Rada powinna uwzględniać w swoich decyzjach m.in. politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego, który może rozpocząć podwyższanie stóp procentowych dopiero w drugiej połowie 2011 r.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła podwyższyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, a stopa redyskonta weksli 4,00%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 1-2 marca 2011 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,75% w skali rocznej, stopa lombardowa 5,25% w skali rocznej, stopa depozytowa 2,25% w skali rocznej, stopa redyskonta weksli 4,00% w skali rocznej.

Napływające dane wskazują na utrwalenie tendencji wzrostowych w gospodarce światowej na przełomie 2010 i 2011 r. W IV kw. ub. r. nieznacznie przyspieszył PKB w Stanach Zjednoczonych, a tempo wzrostu aktywności gospodarczej w strefie euro ustabilizowało się na umiarkowanym poziomie. Rosnący popyt zewnętrzny i odbudowa popytu krajowego sprzyjają utrzymaniu korzystnej koniunktury w Niemczech, które są głównym partnerem handlowym Polski. Wzrost gospodarczy w większości krajów rozwiniętych jest nadal ograniczany przez wysoki poziom bezrobocia oraz trwające dostosowania w bilansach gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i instytucji finansowych. W największych gospodarkach wschodzących, a także w niektórych małych otwartych gospodarkach rozwiniętych następuje zaostrzanie polityki monetarnej. Czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostają skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz zapowiadanego jej ograniczania w gospodarkach rozwiniętych, a także skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez główne banki centralne.

Korzystne dane makroekonomiczne z głównych gospodarek rozwiniętych sprzyjały poprawie nastrojów na rynkach finansowych, choć w ostatnim okresie niepewność dotycząca sytuacji politycznej na Bliskim Wschodzie i w Afryce Północnej oddziaływała w kierunku podwyższenia awersji do ryzyka. Jednocześnie wzmocniła ona wzrost cen surowców na rynkach światowych. Wysoka dynamika tych cen przyczynia się do wzrostu wskaźników bieżącej inflacji na świecie, szczególnie w gospodarkach wschodzących. Silny wzrost cen surowców może też osłabiać aktywność gospodarczą.

Dane o PKB w Polsce wskazują na stabilizację tempa wzrostu gospodarczego w IV kw. ub.r. na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Utrzymaniu relatywnie wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego sprzyjało szybkie tempo wzrostu konsumpcji. Było ono wspierane przez wzrost zatrudnienia i przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w gospodarce. Podwyższało je także przesuwanie części zakupów przez gospodarstwa domowe w celu uniknięcia wyższych stawek VAT od stycznia br. Na niskim poziomie pozostał natomiast wzrost inwestycji. Najnowsze dane miesięczne wskazują na kontynuację na początku br. szybkiego wzrostu produkcji przemysłowej przy braku wyraźnych sygnałów dotyczących ożywienia aktywności inwestycyjnej i osłabieniu dynamiki sprzedaży detalicznej. Jednocześnie utrzymała się umiarkowana dynamika płac oraz przyspieszył wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, natomiast stopa bezrobocia (po

skorygowaniu o czynniki sezonowe) ponownie wzrosła. Do wzrostu bezrobocia przyczynia się kontynuacja wzrostu aktywności zawodowej.

Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw pozostaje ograniczona, co wynika głównie z przyczyn leżących po stronie popytu firm na kredyt. Utrzymuje się natomiast relatywnie szybki wzrost kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych (po skorygowaniu o wpływ zmian kursu walutowego) przy spadku kredytów konsumpcyjnych.

W styczniu 2011 r. roczna inflacja CPI wzrosła do poziomu 3,8%, tj. wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP na poziomie 2,5%. Wzrost inflacji CPI wynikał przede wszystkim z podwyższenia większości stawek VAT, wzrostu cen surowców rolnych i ropy naftowej na rynkach światowych oraz podwyżek cen administrowanych. Według wstępnych szacunków wzrosła także inflacja bazowa. Wzrostowi inflacji towarzyszyło podwyższenie oczekiwań inflacyjnych.

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

W ocenie Rady, kontynuacja ożywienia gospodarczego w Polsce wspierająca wzrost zatrudnienia może prowadzić do stopniowego wzrostu presji płacowej i inflacyjnej w średnim okresie. Jednocześnie wyraźny wzrost bieżącej inflacji rodzi – w warunkach ożywienia gospodarczego – ryzyko utrwalenia się podwyższonych oczekiwań inflacyjnych i może wymagać dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Rada uznała jednak, że dokonane w styczniu podwyższenie stóp procentowych wraz z niepewnością dotyczącą trwałości przyspieszenia popytu konsumpcyjnego oraz brakiem sygnałów wyraźnego ożywienia inwestycji, a także utrzymująca się umiarkowana presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw i dalszy wzrost bezrobocia zmniejszają ryzyko utrwalenia się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym, Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

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

Według Rady dla stabilności makroekonomicznej ważne jest także podejmowanie działań, które zapobiegą szybkiemu wzrostowi kredytów walutowych dla gospodarstw domowych. Działania te mogą przyczynić się do zwiększenia efektywności mechanizmu transmisji monetarnej. Dlatego też Rada oczekuje przyjęcia rozwiązań zmierzających do ograniczenia podaży nowych kredytów walutowych dla gospodarstw domowych.

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

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Marzec 2011*.

Rozdział 4

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Zbigniew Hockuba, członek Zarządu NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD³⁹. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

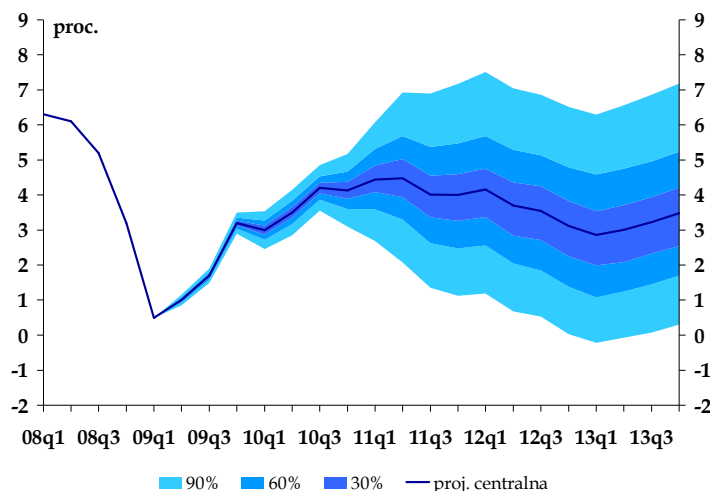
Otoczenie międzynarodowe

Dane za III kw. ub.r. wskazują, że wzrost gospodarczy w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii był w 2010 r. silniejszy niż założono w projekcji październikowej. W strefie euro szczególnie wysoką dynamikę PKB odnotowano w Niemczech (3,9% r/r w III kw. ub.r.), będących głównym partnerem handlowym Polski. Wzrost gospodarczy w Niemczech wspierany był przez rosnący popyt ze strony krajów rozwijających się, w tym zwłaszcza Chin. W horyzoncie projekcji zakłada się, że wychodzenie z recesji gospodarek strefy euro, Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii będzie wolniejsze niż w czasie wcześniejszych recesji. Co najmniej do końca 2012 r. PKB w tych gospodarkach utrzymywać się będzie poniżej poziomu potencjalnego, na co wpłynie także wygasanie efektów poluzowania polityki fiskalnej i monetarnej oraz względnie wysokie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych. W związku z kryzysem zadłużeniowym w niektórych krajach strefy euro, obawami o trwałość obecnego ożywienia gospodarczego oraz istotnie niższą od potencjalnego poziomą aktywnością gospodarczą, oczekiwane przez rynki finansowe rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych przez EBC i Fed przypada na przełom lat 2011 i 2012. Ceny surowców energetycznych w krótkim horyzoncie projekcji pozostaną w trendzie wzrostowym, co wynika z ożywienia w gospodarce światowej, zwłaszcza w krajach rozwiniętych, a następnie ustabilizują się na względnie wysokim poziomie. Także ceny surowców rolnych będą w krótkim horyzoncie projekcji relatywnie wysokie, na co wpływa zmniejszenie ich podaży w 2010 r., wzrost popytu na żywność oraz prawdopodobne zaangażowanie kapitału spekulacyjnego. W średnim i dłuższym horyzoncie projekcji oczekiwane jest stopniowe wygasanie tych efektów, jednak ograniczeniem dla istotnego obniżenia cen surowców rolnych będzie wzrost kosztów ich produkcji oraz ewentualne działania instytucjonalne związane z ochroną rynków w niektórych krajach.

³⁹ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

Wykres 4.1

Centralna projekcja PKB oraz wykres wachlarzowy.



Źródło: NBP.

Popyt zagregowany

Stosunkowo szybka odbudowa popytu krajowego, będąca głównym źródłem wzrostu w ostatnich kwartałach, kontynuowana będzie jedynie w 2011 r. W latach 2012-2013, wraz ze spadkiem dynamiki inwestycji publicznych (wynikającym m.in. z niższych transferów UE) oraz zmniejszeniem wkładu zmian zapasów do wzrostu (zakończenie procesu ich odbudowy), dynamika popytu krajowego obniży się, co przy bliskim zera wkładzie eksportu netto do wzrostu przełoży się na spowolnienie dynamiki PKB w tym okresie do średnio 3,4% r/r.

W horyzoncie projekcji utrzyma się stabilne, nieco niższe niż w II poł. 2010 r., tempo wzrostu spożycia indywidualnego – na średnim poziomie zbliżonym do 3% r/r. Barierą dla szybszego wzrostu konsumpcji jest umiarkowany wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych ze względu na ograniczoną poprawę sytuacji na rynku pracy, niski wzrost dochodów z działalności na własny rachunek (efekt wyższej efektywnej stawki VAT od 2011 r. oraz obniżenia aktywności gospodarczej w długim horyzoncie projekcji) oraz stosunkowo wysoki wzrost cen żywności i energii, zmniejszający siłę nabywczą gospodarstw domowych. Dodatkowo, w krótkim horyzoncie projekcji, wraz z wygaśnięciem obserwowanego w ostatnich miesiącach efektu zwiększonych zakupów gospodarstw domowych, związanych ze zmianami podatkowymi od stycznia 2011 r., obniży się popyt na dobra trwałe użytku.

Po obniżeniu w 2009 i 2010 r., stopa inwestycji wzrośnie w latach 2011-2013, przy średniej dynamice nakładów brutto na środki trwałe około 6% r/r. W krótkim horyzoncie projekcji na wzrost inwestycji ogółem nadal składać się będzie przede wszystkim wysoka, choć niższa niż w ostatnich latach, dynamika nakładów w sektorze publicznym, wspieranych przez napływ funduszy strukturalnych UE. Począwszy od 2012 r., zmniejszy się napływ funduszy UE oraz wydatki majątkowe sektora finansów publicznych związane z ich współfinansowaniem, powodując wyhamowanie wzrostu inwestycji publicznych w 2012 r., a następnie ich obniżenie o blisko 10% w 2013 r. Dodatkowym argumentem przemawiającym za tym scenariuszem jest ścieżka wydatków na budowę dróg założona w rządowym Programie Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015, a także możliwe ograniczenie nakładów inwestycyjnych przez jednostki samorządu terytorialnego ze względu na znaczący wzrost ich zadłużenia.

Wzrost nakładów brutto na środki trwałe będzie, początkowo umiarkowany, natomiast w dłuższym horyzoncie projekcji istotnie, wspierany przez rosnący popyt inwestycyjny

przedsiębiorstw. Do stopniowego wzrostu inwestycji przedsiębiorstw przyczyniają się rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych, stopniowa poprawa koniunktury za granicą oraz malejący, w relacji do kosztów pracy, realny koszt użytkowania kapitału (wynikający ze wzrostu inflacji cen producenta i przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP). Poprawiająca się sytuacja gospodarstw domowych oraz niskie stopy procentowe przełożą się na nieco wyższy od dynamiki konsumpcji wzrost inwestycji mieszkaniowych. Scenariusz ten wspierają pozytywne dane o dynamice nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w ostatnich miesiącach.

Po wysokim wzroście obrotów handlowych w 2010 r., w latach 2011-2013 oczekuje się obniżenia dynamiki eksportu i importu – ich poziomy wciąż jednak będą przewyższać tempo wzrostu PKB. O ile w krótkim horyzoncie projekcji wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostanie ujemny, w latach 2012-2013, ze względu na spowolnienie dynamiki popytu krajowego, przy stabilnym poziomie kursu walutowego, będzie on już nieznacznie dodatni (średnio 0,2 pkt. proc.).

Równowaga makroekonomiczna

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

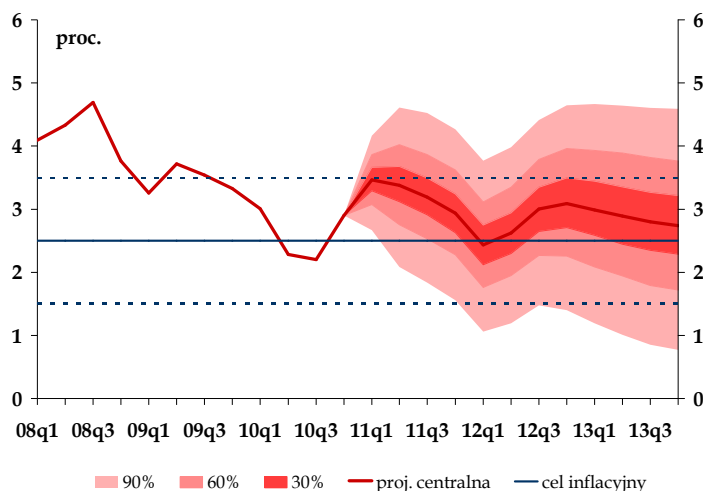
Oprócz wolniejszego tempa akumulacji kapitału prywatnego, związanego z oddziałującym z opóźnieniem zmniejszeniem inwestycji przedsiębiorstw w latach 2009-2010, czynnikiem obniżającym dynamikę produktu potencjalnego w krótkim horyzoncie projekcji jest rosnąca stopa bezrobocia równowagi NAWRU, m.in. ze względu na relatywny wzrost cen konsumenta w stosunku do cen producenta (efekt wysokiego wzrostu cen żywności i podwyżki podatku VAT) oraz wzrost kosztów produkcji (skutek wzrostu cen dóbr zaopatrzeniowych z importu, w tym ropy i gazu ziemnego). W 2011 r. oczekiwany jest także wolniejszy wzrost liczby ludności, związany z odwróceniem obserwowanych w latach 2009-2010 tendencji, tj. ograniczeniem migracji powrotnych oraz wzrostem emigracji, w tym do Niemiec i Austrii. Czynniki te tylko częściowo kompensowane będą stosunkowo szybkim, choć wolniejszym niż w 2010 r., wzrostem stopy aktywności zawodowej. W dłuższym horyzoncie projekcji na wzrost dynamiki produktu potencjalnego wpłynie szybsza akumulacja kapitału, odzwierciedlająca wzrost inwestycji przedsiębiorstw, oraz stopniowy powrót tempa wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP) do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

W krótkim horyzoncie projekcji systematycznie poprawia się sytuacja na rynku pracy – rośnie zatrudnienie i dynamika realnych wynagrodzeń. W dłuższym horyzoncie, wraz z oczekiwanym spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego, tendencje te ulegają wyhamowaniu. Umiarkowany wzrost liczby pracujących przekłada się na obniżenie stopy bezrobocia o 0,7 pkt. proc. od początku horyzontu projekcji do końca 2013 r. Ze względu na równoczesny wzrost stopy bezrobocia równowagi, stopa bezrobocia spadnie poniżej NAWRU, a w 2013 r. dynamika płac realnych nieznacznie przewyższy tempo wzrostu wydajności pracy.

Utrzymujący się w horyzoncie projekcji na względnie stabilnym poziomie deficyt obrotów handlowych oraz dochodów kompensowany będzie w dużym stopniu napływem funduszy unijnych. W rezultacie nierównowaga zewnętrzna, mierzona stosunkiem salda obrotów bieżących i kapitałowych do PKB, kształtować się będzie na poziomie między -2,8% w krótkim a -1,5% w dłuższym horyzoncie projekcji.

Wykres 4.2

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



Źródło: NBP.

Kurs walutowy i inflacja

W całym horyzoncie projekcji czynniki wzmacniające oraz osłabiające kurs walutowy będą się równoważyć i w efekcie będzie się on kształtował na stosunkowo stabilnym poziomie. W kierunku aprecjacji kursu oddziaływać będzie systematycznie umacniający się kurs równowagi. Proces ten będzie skutkiem dodatniego salda transferów bieżących i kapitałowych z UE oraz szybszego niż w strefie euro wzrostu produktu potencjalnego w Polsce. Czynnikiem osłabiającym kurs złotego będą natomiast zmniejszający się dysparytet stóp procentowych (wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP) oraz wysoki poziom premii za ryzyko fiskalne (w związku z założeniem o utrzymaniu obecnego kształtu polityki fiskalnej i nie uwzględnieniu w projekcji ewentualnych dodatkowych działań konsolidacyjnych w latach 2012-2013).

W krótkim horyzoncie projekcji wzrost inflacji bazowej wynikał będzie z wyższej od początku 2011 r. efektywnej stawki podatku VAT oraz, oddziałujących z opóźnieniem i rosnących od III kw. 2010 r., cen importu. W latach 2012-2013 przyczyną dalszego wzrostu inflacji bazowej będą rosnące jednostkowe koszty pracy (ze względu na stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy), natomiast stabilny kurs walutowy będzie utrzymywał tempo wzrostu cen importu na umiarkowanym poziomie.

W krótkim horyzoncie projekcji silne wzrosty cen surowców rolnych na rynkach światowych, przy utrzymującym się stabilnym kursie złotego względem dolara i niskiej podaży zbóż na rynku krajowym, przełożą się na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu cen żywności. W średnim horyzoncie można natomiast oczekiwać obniżenia się dynamiki tych cen ze względu na oczekiwaną poprawę podaży na rynku krajowym, jakkolwiek utrzymają się wysokie ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

Inflacja cen energii w krótkim horyzoncie projekcji utrzyma się na wysokim poziomie (6,2% w 2011 r.) ze względu na rosnące ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, wzrost od początku 2011 r. stawki podatku VAT oraz zatwierdzenie przez URE wyższych taryf na energię elektryczną od początku 2011 r. i gaz ziemny od kwietnia 2011 r. W dłuższym horyzoncie projekcji ceny surowców energetycznych na rynkach światowych ustabilizują się na

stosunkowo wysokim poziomie. W konsekwencji dynamika cen energii obniży się, jakkolwiek pozostanie wyższa niż inflacja ogółem.

Inflacja CPI prawie w całym horyzoncie projekcji (poza początkiem 2012 r.) utrzymywać się będzie powyżej celu inflacyjnego – na średnim poziomie zbliżonym do 3% r/r. W krótkim horyzoncie projekcji za wzrost inflacji odpowiada zmiana stawek VAT od 1 stycznia 2011 r. oraz czynniki podażowe, wpływające na wysoki wzrost cen żywności i energii. W dłuższym horyzoncie projekcji stopę inflacji powyżej celu podtrzymywać będą rosnące koszty pracy, natomiast obniżająca się dynamika cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych będą czynnikami ograniczającymi wzrost cen konsumenta. Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP w całym horyzoncie projekcji, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale (1,5%-3,5%) rośnie z 64% w 2011 r. do 72% w 2012 r., a następnie obniża się do 60% w ostatnim roku projekcji.

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%)
2011q1	0,00	0,02	0,52	0,49	0,52
2011q2	0,01	0,12	0,55	0,48	0,54
2011q3	0,02	0,19	0,65	0,50	0,63
2011q4	0,04	0,28	0,75	0,50	0,71
2012q1	0,13	0,53	0,90	0,50	0,77
2012q2	0,09	0,45	0,84	0,50	0,75
2012q3	0,05	0,29	0,70	0,50	0,65
2012q4	0,06	0,28	0,65	0,50	0,59
2013q1	0,09	0,32	0,67	0,50	0,59
2013q2	0,11	0,37	0,70	0,50	0,60
2013q3	0,13	0,41	0,72	0,49	0,59
2013q4	0,15	0,43	0,73	0,50	0,58

Źródło: NBP.

Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

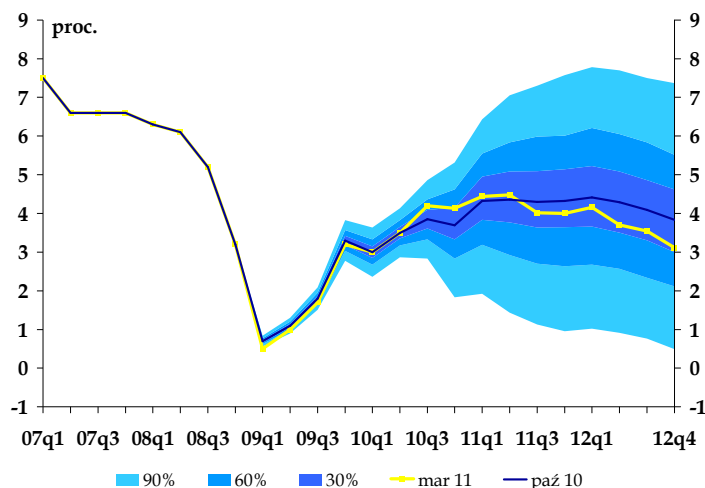
W projekcji marcowej prognozowana roczna dynamika cen konsumenta w 2011 i 2012 r. nie różni się znacząco w porównaniu do ocen z poprzedniej rundy progностycznej. Nie zmieniła się także istotnie projekcja wzrostu gospodarczego na rok 2011, natomiast w 2012 r. jest ona niższa o 0,6 pkt. proc.

W I poł. 2011 r. dynamika PKB ukształtuje się, ze względu na wyższy punkt startowy (IV kw. 2010 r.), na poziomie nieznacznie wyższym od projekcji październikowej. W kolejnych kwartałach zaczynają jednak przeważać czynniki obniżające dynamikę PKB. Istotną przyczyną rewizji projekcji wzrostu PKB w dół jest ograniczenie nakładów brutto na środki trwałe, na co składa się mniejsza dynamika inwestycji publicznych w 2012 r. (wynikająca głównie z przesunięcia absorpcji części transferów z UE z 2012 r. na kolejne lata) oraz inwestycji przedsiębiorstw (efekt wyższych cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz wolniejszego tempa wzrostu w horyzoncie projekcji). Niższy fundusz płac, a przez to i mniejsze

dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, obniżają z kolei ścieżkę spożycia indywidualnego. Przy zbliżonej dynamice eksportu, ograniczony w bieżącej rundzie progностycznej import (wynikający z niższego popytu krajowego) przekłada się, pomimo mocniejszego kursu złotego, na większy wkład eksportu netto do wzrostu od końca 2011 r.

Wykres 4.3

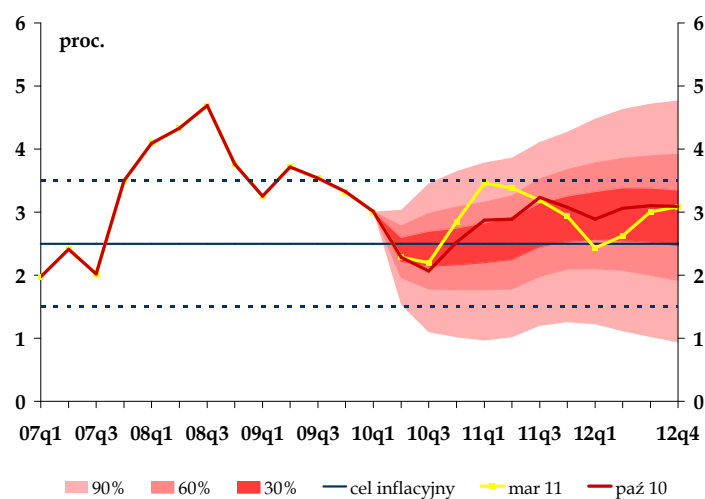
Projekcja marcowa na tle projekcji październikowej: PKB.



Źródło: NBP.

Wykres 4.4

Projekcja marcowa na tle projekcji październikowej: inflacja CPI.



Źródło: NBP.

W krótkim horyzoncie projekcji ceny konsumenta rosną szybciej niż w projekcji październikowej. Oprócz wyższego punktu startowego, wpływ na to mają wyższe niż zakładano w październiku ceny ropy naftowej na rynkach światowych (pomimo korzystnego kształtowania się kursu złotego względem dolara), a także niższa podaż zbóż na krajowym rynku w 2010 r. Wyższe niż w projekcji październikowej ceny żywności i energii są również efektem podwyższonych, w krótkim horyzoncie projekcji, krajowych cen producentów (mierzonych deflatorem wartości dodanej brutto). W średnim horyzoncie czynnikiem wpływającym na wzrost krajowych cen żywności i energii względem poprzedniej projekcji są wyższe ceny surowców na rynkach światowych. Z drugiej strony jednak, już w II poł. 2011 r. spodziewane jest obniżenie wzrostu cen żywności, zwłaszcza nieprzetworzonej, wynikające z nieuwzględnionego w pełni w poprzedniej

projekcji ujemnego efektu bazy (spowodowanego przez silne wzrosty cen owoców, warzyw oraz pieczywa i produktów zbożowych w analogicznym okresie roku ubiegłego). Czynnikiem obniżającym inflację bazową (ale i inflację cen producentów, wpływającą na kształtowanie się pozostałych komponentów CPI) jest natomiast niższy niż w poprzedniej rundzie progностycznej wzrost jednostkowych kosztów pracy, wynikający z ograniczonej presji płacowej, przy zbliżonej ścieżce wydajności pracy. Dodatkowym czynnikiem obniżającym projekcję inflacji CPI jest mocniejszy kurs złotego.

Źródła niepewności projekcji

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans różnorodnych czynników ryzyka jest zrównoważony dla wzrostu PKB, natomiast dane, które napłynęły po 26 stycznia br. zwiększają prawdopodobieństwo ukształtowania się stopy inflacji powyżej ścieżki centralnej projekcji. Najważniejsze źródła niepewności projekcji wymieniono poniżej.

Otoczenie zewnętrzne

Otoczenie zewnętrzne pozostaje najważniejszym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB. W dalszym ciągu dużą zmiennością cechują się prognozy wzrostu gospodarczego dla krajów rozwiniętych. Trudna do przewidzenia pozostaje reakcja gospodarek tych krajów na nieuniknione wycofywanie się ich rządów i banków centralnych z polityki silnej stymulacji fiskalnej i monetarnej. Ponadto, utrzymują się obawy o skutki rosnącego zadłużenia niektórych krajów strefy euro. Istotnym źródłem niepewności pozostaje kształtowanie się cen surowców rolnych i energetycznych.

Kurs walutowy

Nieuniknionym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB jest przyszłe kształtowanie się kursu złotego. Z jednej strony, wysoki deficyt finansów publicznych oraz możliwość ewentualnego przekroczenia przez dług publiczny kolejnych progów ostrożnościowych stwarza ryzyko osłabienia się kursu złotego, zwłaszcza przy utrzymującej się niepewności na światowych rynkach finansowych. Z drugiej strony, relatywnie wysoki na tle krajów regionu i krajów strefy euro wzrost gospodarczy w Polsce może – w warunkach utrzymującej się nadpłynności na światowych rynkach finansowych – przyciągać napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych z zagranicy, sprzyjając aprecjacji waluty krajowej.

Ceny żywności i energii w Polsce

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

Polityka fiskalna

Polityka fiskalna pozostaje ważnym czynnikiem niepewności dla przyszłej inflacji i PKB, zwłaszcza w długim horyzoncie projekcji. Projekcja przygotowywana jest bowiem przy założeniu braku zmian systemowych w polityce fiskalnej, a zatem uwzględnia tylko obowiązujący stan prawny lub, w wyjątkowych przypadkach, jasno sprecyzowane planowane zmiany, które z dużym prawdopodobieństwem przejdą proces legislacyjny. Reakcją rządu na wzrost zadłużenia sektora finansów publicznych mogą być dostosowania zwiększające wpływy i ograniczające wydatki tego sektora w latach 2012-2013. W konsekwencji rośnie prawdopodobieństwo ukształtowania się PKB poniżej ścieżki centralnej, natomiast wpływ zmian polityki fiskalnej na inflację CPI obciążony jest dużą niepewnością, gdyż w zależności od przyjętych rozwiązań może być czynnikiem oddziaływującym w kierunku wyższych bądź niższych cen konsumenta. Dodatkowym źródłem niepewności dla projekcji PKB jest kształtowanie się inwestycji sektora finansów publicznych, łączące się ze stopniem wykorzystania środków UE.

Omówienie danych, które napłynęły po 26 stycznia 2011 r.

Wynagrodzenia w gospodarce narodowej w IV kw. ub.r. wzrosły o 6,0% r/r, powyżej założeń projekcji, co oznacza wyższą od oczekiwań dynamikę jednostkowych kosztów pracy w tym kwartale. Dane, które napłynęły na przełomie stycznia i lutego br. wskazują na możliwe ukształtowanie się indeksu cen surowców rolnych powyżej poziomu prognozowanego w projekcji. Informacje te zwiększają prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej ścieżki centralnej w krótkim horyzoncie projekcji.

Tabela 4.2

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2009	2010	2011	2012	2013
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	3,5	2,6	3,2	2,8	2,9
Ceny żywności (% r/r)	4,1	2,7	3,9	2,5	2,4
Ceny energii (% r/r)	5,5	6,2	6,2	5,3	4,9
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,7	1,6	2,2	2,3	2,5
PKB (% r/r)	1,7	3,8	4,2	3,6	3,1
Popyt krajowy (% r/r)	-1,0	3,9	4,4	3,5	2,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,1	3,2	3,3	3,0	2,9
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1,8	2,6	2,0	2,3	2,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-1,1	-2,0	7,2	6,4	4,5
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	2,8	-0,1	-0,2	0,1	0,3
Eksport (% r/r)	-6,8	11,1	8,8	8,7	8,8
Import (% r/r)	-12,4	11,4	9,1	8,3	7,8
Place brutto (% r/r)	5,2	3,7	4,8	6,3	6,6
Liczba pracujących (% r/r)	0,4	0,6	0,8	0,3	0,0
Stopa bezrobocia (%)	8,2	9,7	10,0	9,5	9,5
NAWRU (%)	9,7	9,9	10,1	10,2	10,5
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,0	55,8	56,3	56,3	56,3
Wydajność pracy (% r/r)	1,3	3,2	3,4	3,3	3,1
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	3,8	0,4	1,3	2,9	3,4
Produkt potencjalny (% r/r)	4,5	3,5	3,1	3,1	3,5
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,2	-1,1	0,0	0,5	0,2
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2008=1,00)	0,84	0,95	1,03	1,02	0,99
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2008=1,00)	0,54	0,72	0,92	0,90	0,90
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,4	0,7	1,6	2,0	2,0
PKB za granicą (% r/r)	-4,0	1,8	1,8	1,9	2,1
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-0,5	-1,5	-2,8	-1,6	-1,5
WIBOR 3M (%)	4,32	3,89	4,05	4,00	4,00

Źródło: NBP.

Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o prognozy MFV 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 2010 r.

- **Data:** 28 września 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2010 w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

- **Data:** 29 września 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2010 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2011.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw: Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

- **Data:** 29 września 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

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

- **Data:** 27 października 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

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

- **Data:** 27 października 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 9/2010 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków i wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Decyzja RPP:

Podwyższono stopy rezerwy obowiązkowej banków z 3,0% do 3,5%.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

Przeciw: A. Bratkowski
J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 17 listopada 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 10/2010 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2011.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

- **Data:** 23 listopada 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

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

- **Data:** 23 listopada 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: J. Hausner
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

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

- **Data:** 14 grudnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 11/2010 zmieniająca uchwałę nr 16/2003 z dn. 16 grudnia 2003 r. w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat NBP.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

- **Data:** 14 grudnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 12/2010 w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

J. Winiecki nie brał udziału w głosowaniu.

- **Data:** 22 grudnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

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

J. Hausner był nieobecny na posiedzeniu.

- **Data:** 22 grudnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 13/2010 zmieniająca uchwałę w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w NBP.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Przeciw:

J. Hausner był nieobecny na posiedzeniu.