

Raport o inflacji marzec 2012 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, marzec 2012 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 23 lutego 2012 r.

SPIS TREŚCI

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki.....	9
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie	9
Ramka 1. Konkurencyjność państw członkowskich strefy euro i jej determinanty	13
1.2. Procesy inflacyjne za granicą	17
1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą	18
Ramka 2. Luzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez główne banki centralne	21
1.4. Światowe rynki surowców	25
2. Gospodarka krajowa.....	27
2.1. Procesy inflacyjne	27
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych.....	27
2.1.2. Inflacja bazowa	29
2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu	30
2.1.4. Ceny importu.....	30
2.1.5. Oczekiwania inflacyjne.....	31
Ramka 3. Oczekiwania inflacyjne profesjonalnych prognostów według <i>Ankiety Makroekonomicznej NBP</i>	32
2.2. Popyt i produkcja	33
2.2.1. Popyt konsumpcyjny	34
2.2.2. Popyt inwestycyjny	36
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych.....	38
2.2.4. Eksport i import.....	40
2.2.5. Produkcja	41
2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	42
2.4. Rynek pracy	43
2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie	43
2.4.2. Płace i wydajność	45
2.5. Rynki aktywów	47
2.5.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe.....	47
2.5.2. Ceny mieszkań.....	48
2.5.3. Kurs walutowy.....	49
2.6. Kredyt i pieniądz.....	50
2.6.1. Kredyty	50
2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne.....	53
2.7. Bilans płatniczy.....	54

3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2011 r. - marzec 2012 r.	57
4. Projekcja inflacji i PKB.....	71
4.1. Synteza	72
4.2. Otoczenie zewnętrzne	75
4.3. Gospodarka polska w latach 2012-2014	77
4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	84
4.5. Źródła niepewności projekcji	87
4.6. Omówienie danych, które napłynęły po 24 stycznia 2012 r.	89
5. Wyniki głosowań RPP w okresie październik 2011 r. - styczeń 2012 r.	93

SYNTEZA

W II połowie 2011 r. tempo wzrostu gospodarczego na świecie kształtowało się na niskim poziomie, przy czym obserwowane było znaczne zróżnicowanie koniunktury w poszczególnych gospodarkach. W Stanach Zjednoczonych tempo wzrostu PKB w ujęciu kwartalnym przyspieszyło, w strefie euro utrzymało się na poziomie zbliżonym do zera, zaś w największych gospodarkach wschodzących tempo wzrostu PKB w ujęciu rocznym – choć pozostało dodatnie – obniżyło się. W II połowie 2011 r. problemy fiskalne krajów strefy euro przyczyniały się do utrzymania niepewności co do przyszłego kształtowania się koniunktury w gospodarce światowej i negatywnie wpływały na nastroje uczestników życia gospodarczego. Czynnikiem negatywnie oddziałującym na wzrost gospodarczy w niektórych gospodarkach rozwiniętych pozostaje wysoki poziom bezrobocia, wciąż niekorzystna sytuacja na rynku nieruchomości oraz trwający nadal proces dostosowań w bilansach sektora finansowego i niefinansowego.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* stopniowy spadek cen surowców oraz spowolnienie aktywności gospodarczej na świecie sprzyjały obniżeniu się inflacji zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących, choć inflacja w większości krajów pozostała na podwyższonym poziomie. W gospodarkach rozwiniętych i największych gospodarkach wschodzących czynnikiem ograniczającym wzrost inflacji było osłabienie dynamiki cen energii. Natomiast w gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej funkcjonujących w ramach reżimu płynnego kursu walutowego czynnikiem wpływającym na wzrost inflacji była deprecjacja kursów walutowych.

W ostatnim okresie utrzymywały się napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych. Uległy one jednak w styczniu i lutym br. pewnemu złagodzeniu z uwagi na lepszą niż oczekiwano sytuację w gospodarce amerykańskiej, zmniejszenie niepewności co do rozwoju sytuacji gospodarczej w strefie euro, a także pozytywną reakcję rynków na działania głównych banków centralnych ogłoszone na przełomie 2011 i 2012 r. Indeksy giełdowe w Stanach Zjednoczonych, Europie i Ameryce Południowej wzrosły, czemu sprzyjała stabilizacja oczekiwań rynkowych dotyczących tych gospodarek, natomiast indeksy na giełdach azjatyckich spadły w związku z pogorszeniem oczekiwań dotyczących tych krajów gospodarek. Rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich pozostawały na niskim poziomie. Jednocześnie zmienność na rynkach walutowych uległa pewnemu zmniejszeniu. W krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia utrzymywały się obawy o możliwość finansowania potrzeb pożyczkowych tych gospodarek oraz o kondycję europejskiego sektora bankowego. W rezultacie rentowności obligacji oraz ceny CDS dla obligacji skarbowych tych krajów pozostawały na wysokim poziomie.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne zwiększyły skalę ekspansji monetarnej. Fed, Bank Anglii oraz Narodowy Bank Szwajcarii utrzymywały krótkoterminowe stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, przy czym FED w styczniu br. wydłużył horyzont możliwego utrzymania niezmiennych stóp procentowych z połowy 2013 r. do końca 2014 r., natomiast Bank Anglii w lutym br. zwiększył skalę programu zakupu aktywów finansowych. Z kolei, Europejski Bank Centralny (EBC) pod koniec 2011 r. dwukrotnie obniżył stopy procentowe. Ponadto, EBC przeprowadził dodatkowe długoterminowe operacje zasilające w płynność instytucje finansowe w strefie euro i poszerzył zakres akceptowanych zabezpieczeń. Również wiele banków centralnych

gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych luzowało politykę pieniężną, choć niektóre banki centralne gospodarek wschodzących dokonywały dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Niektóre banki centralne krajów wschodzących nadal interweniowały na rynkach walutowych, jednak aprecjacja ich walut na początku 2012 r. przełożyła się na stopniowy zanik ich aktywności na rynku.

W Polsce roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych, po spadku w okresie czerwiec-wrzesień 2011 r. do 3,9%, w kolejnych miesiącach ponownie wzrosła, osiągając w grudniu 2011 r. poziom 4,6%. Według wstępnych danych GUS, w styczniu 2012 r. inflacja obniżyła się do 4,1%. Tym samym, w całym analizowanym okresie inflacja kształtowała się wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Na przyspieszenie inflacji w IV kw. 2011 r.łożył się wzrost wszystkich głównych kategorii cen, największy w przypadku cen usług, których dynamika była stosunkowo stabilna. W omawianym okresie wzrost inflacji był głównie związany ze znaczną deprecjacją złotego w II połowie 2011 r. Osłabienie złotego przyczyniło się zarówno do wzrostu cen energii, w tym przede wszystkim paliw, jak i cen żywności. Do wzrostu inflacji w IV kw. ub.r. przyczynił się też wzrost cen administrowanych i regulowanych. Obniżenie się inflacji w styczniu 2012 r. wynikało przede wszystkim z wygaśnięcia wpływu ubiegłorocznej podwyżki stawek VAT, a także ze spadku cen leków. Wpływ czynników popytowych na inflację CPI w analizowanym okresie był ograniczony. Wskazuje na to wyraźne osłabienie dynamiki popytu konsumpcyjnego w IV kw. 2011 r. związane z pogorszeniem się sytuacji na rynku pracy w stosunku do poprzedniego kwartału (obniżenie dynamiki wynagrodzeń oraz wzrost bezrobocia), a także ze słabnącą dynamiką kredytów dla gospodarstw domowych.

Rosnącej inflacji CPI w okresie październik-grudzień 2011 r. towarzyszył wzrost inflacji bazowej (wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł z 2,8% w październiku ub.r. do 3,1% w grudniu ub.r.). Wzrost inflacji bazowej był również efektem podwyżek cen administrowanych i regulowanych oraz deprecjacji kursu złotego. Według wstępnych szacunków NBP, w styczniu 2012 r. wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się do ok. 2,6% r/r, co wynikało głównie ze spadku cen leków, a także – w mniejszym stopniu – z wygaśnięcia wpływu ubiegłorocznej podwyżki stawek VAT. Tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu wzrosło w II połowie 2011 r., co było głównie efektem deprecjacji złotego i związanego z tym wzrostu cen ropy naftowej wyrażonych w złotych. W III kw. 2011 r. roczna dynamika cen towarów importowanych wyrażonych w złotych nadal kształtowała się na wysokim, choć nieco niższym niż w poprzednim kwartale poziomie, a w IV kw. 2011 r. wzrosła. Pomiędzy lipcem 2011 r. a lutym br. obniżyły się prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku, utrzymując się w paśmie wahań inflacji 1,5%-3,5% i przyjmując wartości znacząco niższe od bieżącej inflacji. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i przedsiębiorstw wzrosły w okresie październik 2011 r. – luty 2012 r. i kształtowały się powyżej górnej granicy pasma wahań i powyżej bieżącej inflacji.

W II połowie ub.r. tempo wzrostu PKB utrzymało się na relatywnie wysokim poziomie. Dynamika PKB wyniosła 4,2% r/r w III kw. i 4,3% r/r w IV kw. wobec 4,3% r/r w II kw. 2011 r. ub.r. W porównaniu z poprzednimi kwartałami w II połowie 2011 r. spowolnił wzrost popytu krajowego. W kierunku wzrostu dynamiki popytu krajowego oddziaływało dalsze przyspieszenie dynamiki inwestycji, natomiast w kierunku jej obniżenia – niższy niż w poprzednich kwartałach wzrost konsumpcji

oraz ujemny w IV kw. 2011 r. wkład zmiany zapasów. Nieco wzrosła dynamika eksportu, podczas gdy tempo wzrostu importu spowolniło.

W 2011 r. nastąpiło wyraźne zmniejszenie deficytu w finansach publicznych. Do tej poprawy przyczynił się szereg działań ograniczających deficyt zawartych w *Ustawie budżetowej na rok 2011*, relatywnie wysoki wzrost nominalnego PKB oraz uchwalone w marcu ub.r. obniżenie wymiaru składki trafiającej do otwartych funduszy emerytalnych (OFE).

W III kw. 2011 r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozostała dobra, pomimo spadku ich wyniku finansowego wobec II kw. 2011 r. Wskaźniki rentowności i płynności pozostały relatywnie wysokie, przy czym szczególnie dobrą sytuacją płynnościową charakteryzowały się duże przedsiębiorstwa oraz eksporterzy.

W II połowie 2011 r. tempo wzrostu zatrudnienia w gospodarce pozostało na niskim poziomie, przy jednoczesnym spowolnieniu tempa wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Wzrostowi liczby aktywnych zawodowo towarzyszyło podwyższenie stopy bezrobocia. Napływające dane wskazują, że zarówno nominalna dynamika wynagrodzeń w gospodarce, jak i nominalna dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostawały w ostatnim okresie umiarkowane. Jednocześnie, w warunkach podwyższonej inflacji, realny wzrost wynagrodzeń był niski.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 4,50%. Jednocześnie krzywa dochodowości wypłaszczyła się przy pewnym wzroście rentowności na krótkim końcu krzywej mającym związek z wygaśnięciem oczekiwań uczestników rynku na obniżki stóp procentowych NBP w horyzoncie najbliższego pół roku. Natomiast rentowności obligacji dziesięcioletnich obniżyły się na skutek pewnej poprawy nastrojów inwestorów na rynkach globalnych, wspartych dodatkowo pozytywną oceną rynku dotyczącą planowanego zacieśnienia fiskalnego. Równocześnie stawki CDS dla Polski pozostają niższe niż przeciętnie w gospodarkach wschodzących, choć ze względu na utrzymującą się niepewność na rynkach finansowych są one wciąż podwyższone w stosunku do okresu sprzed kryzysu finansowego. Wobec utrzymującej się – mimo pewnej poprawy – wysokiej awersji do ryzyka w ostatnim okresie zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku długu obniżyło się nieznacznie, pozostając jednak na relatywnie wysokim poziomie. Ceny akcji na GPW w Warszawie wzrosły pod wpływem ogólnej poprawy nastrojów na rynkach finansowych. W II połowie 2011 r. zarówno ceny transakcyjne mieszkań, jak i ofertowe na rynkach pierwotnym i wtórnym, pozostawały w lekkim trendzie spadkowym.

Po okresie deprecjacji w listopadzie i na początku grudnia ub.r., związanej z utrzymywaniem się niepewności na światowych rynkach finansowych na skutek kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, pod koniec ub.r. złoty, podobnie jak inne waluty regionu, zaczął się umacniać. Miało to związek z uspokojeniem nastrojów na rynkach finansowych po publikacji lepszych od oczekiwań danych z krajów rozwiniętych i pewnym obniżeniu niepewności w strefie euro. W listopadzie i grudniu ub.r. NBP dokonywał sprzedaży pewnej ilości walut obcych za złote, co przyczyniało się do zmniejszenia zmienności kursu złotego.

W ostatnim okresie następował dalszy wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. Jednocześnie zmalały miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych. Ponadto, nadal obniżało się zadłużenie

gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych. Ponownie przyspieszyło tempo wzrostu szerokiego pieniądza, które było istotnie wyższe od dynamiki nominalnego PKB, przy czym bardziej płynne składowe agregatu M3 zaliczane do agregatu M1 nadal rosły wolniej niż szeroki pieniądz.

W II połowie 2011 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących obniżył się w porównaniu do II półrocza 2010 r., o czym zadecydował spadek deficytu na rachunku towarów i wzrost nadwyżki w usługach oraz transferach bieżących. Do spadku deficytu na rachunku towarów przyczyniło się silniejsze osłabienie dynamiki importu, na co pewien wpływ mogło mieć pogorszenie konkurencyjności cenowej zagranicznych towarów związane z osłabieniem złotego. Jednocześnie zwiększone wykorzystanie środków z UE na finansowanie projektów inwestycyjnych znalazło odzwierciedlenie w nasileniu napływu środków na rachunek kapitałowy. Deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym był w III kw. ub.r. w części, natomiast w IV kw. ub.r. w całości, finansowany napływem kapitału zagranicznego, którego poziom obniżył się jednak w relacji do II połowy 2010 r. W III kw. 2011 r. poprawiła się większość wskaźników obrazujących nierównowagę zewnętrzną Polski. W szczególności zmniejszyło się zadłużenie zagraniczne Polski oraz poprawiła się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski, na co wpłynęły głównie różnice kursowe i zmiany wyceny.

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 listopadzie i grudniu 2011 r. oraz styczniu i lutym 2012 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 22 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie październik 2011 r. – styczeń 2012 r. znajdują się w Rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono trzy ramki: „Konkurencyjność państw członkowskich strefy euro i jej determinanty”, „Luzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez główne banki centralne” oraz „Oczekiwania inflacyjne profesjonalnych prognostów według Ankiety Makroekonomicznej NBP”.

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 z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 24 stycznia 2012 r. (cut-off date projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6-4,5% w 2012 r. (wobec 2,5-3,9% w projekcji listopadowej), 2,2-3,6% w 2013 r. (wobec 2,2-3,7%) oraz 1,2-3,0% w 2014 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,2-3,8% w 2012 r. (wobec 2,0-4,1% projekcji listopadowej), 1,1-3,5% w 2013 r. (wobec 1,5-4,0%) oraz 1,9-4,4% w 2014 r. Informacje, które napłynęły po 24 stycznia 2012 r., w szczególności niższe od oczekiwań dane o inflacji w styczniu oraz istotna aprecjacja złotego, obniżają prognozowaną inflację w latach 2012 i 2013 odpowiednio o 0,3-0,4 i 0,2-0,3 pkt. proc. w stosunku do marcowej projekcji Instytutu Ekonomicznego NBP.

Rozdział 1

OTOCZENIE POLSKIEJ GOSPODARKI

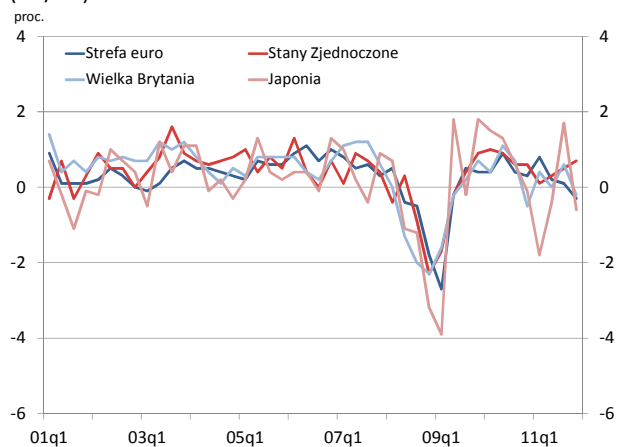
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

W III kw. 2011 r. tempo wzrostu gospodarczego na świecie kształtowało się na niskim poziomie. Równocześnie obserwowane było znaczne zróżnicowanie koniunktury w poszczególnych krajach. W Stanach Zjednoczonych i Japonii tempo wzrostu PKB przyspieszyło, zaś w strefie euro utrzymało się na poziomie nieznacznie wyższym od zera¹ (Wykres 1.1). W największych gospodarkach wschodzących wzrost gospodarczy spowolnił (Wykres 1.6). Napływające dane dotyczące IV kw. 2011 r. wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego na świecie pozostało na niskim – w porównaniu z wieloletnią średnią – poziomie. Przyspieszeniu dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych towarzyszyła stagnacja w strefie euro. W większości największych gospodarek wschodzących nastąpiło osłabienie aktywności.

W II połowie 2011 r. problemy fiskalne krajów strefy euro przyczyniały się do utrzymania niepewności co do przyszłego kształtowania się koniunktury w gospodarce światowej, oddziaływały negatywnie na nastroje uczestników życia gospodarczego (Wykres 1.2) i sprzyjały utrzymaniu się napięć na światowych rynkach finansowych. Skutki wcześniejszej ekspansji fiskalnej, w tym wysoki poziom długu

Wykres 1.1

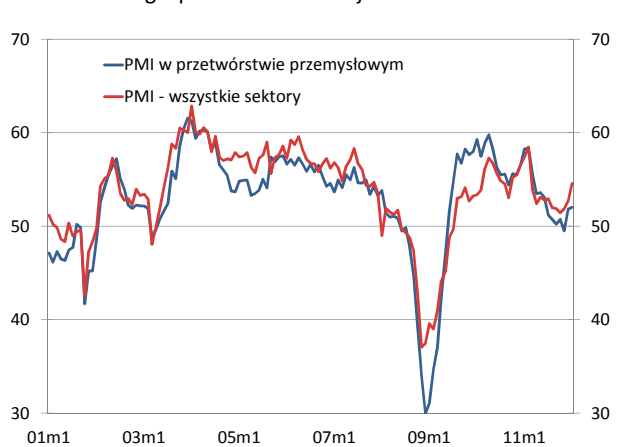
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.2

Indeks PMI w gospodarce światowej.



Źródło: Dane Markit.

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

publicznego, pozostają – podobnie jak efekty ekspansji monetarnej – istotnym czynnikiem niepewności dotyczącej rozwoju sytuacji gospodarczej na świecie. Czynnikiem negatywnie oddziałującym na wzrost gospodarczy w niektórych gospodarkach rozwiniętych pozostaje wysoki poziom bezrobocia, wciąż niekorzystna sytuacja na rynku nieruchomości oraz trwający nadal proces dostosowań w bilansach sektora finansowego oraz niefinansowego.

Według wstępnych danych w IV kw. 2011 r. tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych przyspieszyło do 0,7% kw/kw (wobec 0,5% kw/kw w III kw. 2011 r.; Wykres 1.1). Było to wynikiem przede wszystkim znacznego przyrostu zapasów oraz wyższego niż w poprzednich kwartałach wkładu do wzrostu PKB konsumpcji prywatnej (zwłaszcza dóbr trwałego użytku), przy nieznacznym pozytywnym wkładzie do wzrostu PKB inwestycji. Niekorzystnie na tempo wzrostu popytu oddziaływał natomiast spadek spożycia zbiorowego oraz spadek eksportu netto.

Równocześnie dane z rynku pracy w Stanach Zjednoczonych wskazują na stopniowy wzrost zatrudnienia oraz obniżenie się stopy bezrobocia w ostatnich miesiącach. Z kolei w sektorze przedsiębiorstw poprawie koniunktury towarzyszyły korzystne dane o produkcji przemysłowej. Jednocześnie, mimo systematycznej poprawy wskaźników zaufania konsumentów, dotyczących oceny zarówno sytuacji bieżącej i przyszłej koniunktury, po istotnym wzroście na przełomie III i IV kw. ub.r., w kolejnych miesiącach nastąpiło spowolnienie wzrostu sprzedaży detalicznej. Rynek nieruchomości pozostaje w stagnacji, do czego przyczyniają się trudności z pozyskaniem kredytu.

W strefie euro wzrost gospodarczy w III kw. 2011 r. obniżył się do 0,1% kw/kw (z 0,2% kw/kw w II kw. 2011 r.). Do wzrostu gospodarczego dodatni – choć mniejszy niż w II kw. 2011 r. – wkład wniósł eksport netto. Również konsumpcja

Wykres 1.3

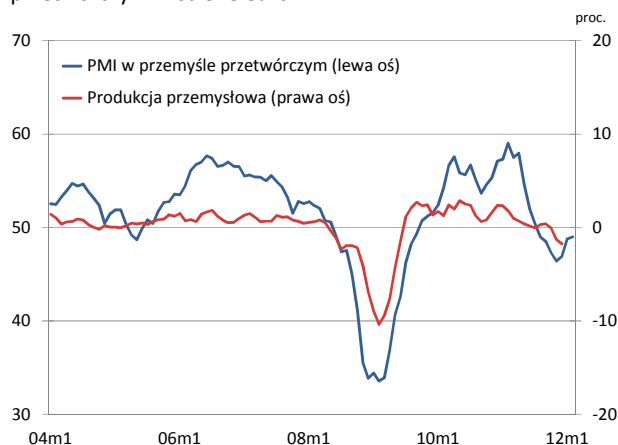
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.4

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

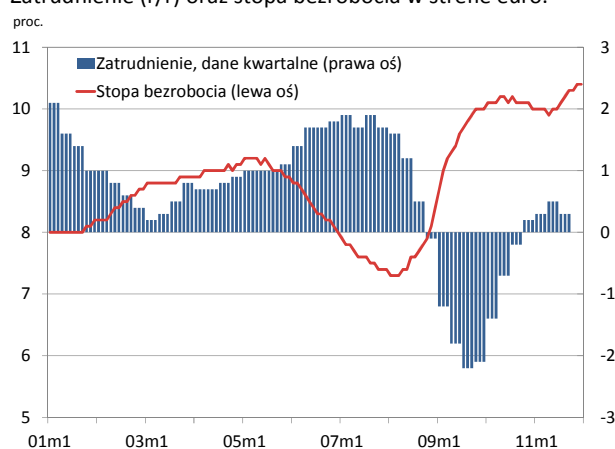


Źródło: Dane Eurostat, Markit.

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

Wykres 1.5

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



Źródło: Dane Eurostat.

prywatna wpłynęła pozytywnie na wzrost PKB, choć jej dynamika była niska. Natomiast wkład spożycia zbiorowego i inwestycji do wzrostu PKB był bliski zera, zaś zmiany zapasów – ujemny.

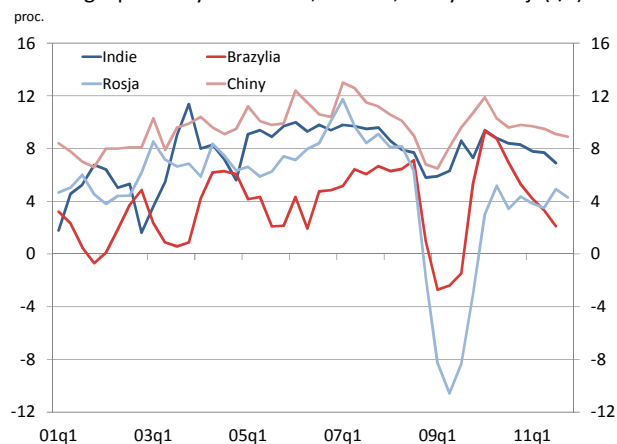
Dane dotyczące IV kw. 2011 r. wskazują na dalsze obniżenie się poziomu aktywności gospodarczej w strefie euro. Według wstępnych danych, tempo wzrostu PKB było w tym okresie ujemne i wyniosło -0,3% kw/kw. W IV kw. ub.r. w kierunku osłabienia popytu konsumpcyjnego, o czym świadczy spadek sprzedaży detalicznej, oddziaływała pogarszająca się sytuacja na rynku pracy (Wykres 1.5). Równocześnie obniżała się produkcja przemysłowa (Wykres 1.4). Pozytywnym sygnałem dla perspektyw koniunktury w strefie euro może być natomiast wzrost wskaźnika PMI w przemyśle, który w styczniu nieoczekiwanie zwiększył się o 1,9 do poziomu 48,8. Jednak w lutym jego wzrost wyhamował.

Stan koniunktury w II połowie 2011 r. różnił się znacznie pomiędzy poszczególnymi krajami. W Niemczech (będących głównym partnerem handlowym Polski) wzrost gospodarczy – wciąż wspierany przez czynniki zewnętrzne (tj. relatywnie wysoki wzrost gospodarczy w Azji) i wewnętrzne (korzystną sytuację na rynku pracy) – w III kw. ub.r. przyspieszył do 0,6% kw/kw (wobec 0,3% kw/kw w II kw. ub.r.). Jednakże napływające dane, w tym wstępne dane o PKB w IV kw. (-0,2% kw/kw), wskazują na pewne osłabienie koniunktury w Niemczech pod koniec 2011 r. Również we Francji wzrost PKB w II połowie ub.r. był relatywnie wysoki (w III kw. i IV kw. 2011 r. wyniósł odpowiednio 0,3% kw/kw oraz 0,2% kw/kw). Jednocześnie jednak w wielu krajach strefy euro, w tym przede wszystkim najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, aktywność gospodarcza, w II połowie 2011 r., zmniejszała się.

Stagnacja wzrostu gospodarczego w strefie euro jest rezultatem przede wszystkim problemów zadłużeniowych niektórych krajów strefy euro,

Wykres 1.6

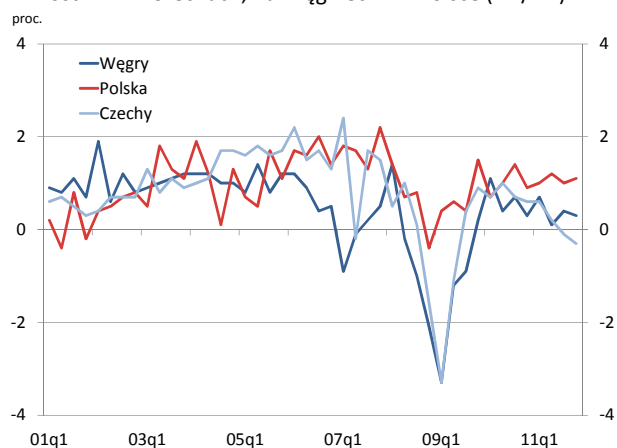
Wzrost gospodarczy w Chinach, Indiach, Brazylii i Rosji (r/r).



Źródło: Dane Reuters, OECD.

Wykres 1.7

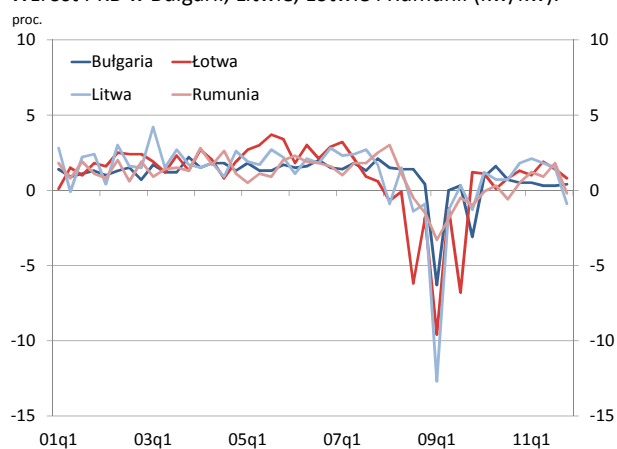
Wzrost PKB w Czechach, na Węgrzech i w Polsce (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.8

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



Źródło: Dane Eurostat.

których efektem jest wysoka niepewność i brak popytu na kredyty ze strony gospodarstw domowych. Czynnikiem strukturalnym, który utrudnia niektórym krajom strefy euro powrót do wyższego tempa wzrostu i poprawę ich sytuacji fiskalnej, jest niska konkurencyjność ich gospodarek (por. Ramka 1 *Konkurencyjność państw członkowskich strefy euro i jej determinanty*).

W Wielkiej Brytanii wzrost PKB w III kw. 2011 r. przyspieszył do 0,6% kw/kw wobec 0,1 kw/kw w II kw. 2011 r. (Wykres 1.1), co było częściowo efektem wygaśnięcia czynników jednorazowych obniżających wzrost w II kw. 2011 r. Według wstępnych danych, w IV kw. 2011 r. wzrost gospodarczy był ujemny, do czego przyczynił się głównie spadek produkcji w przemyśle.

Napływające dane wskazują na dalsze spowolnienie tempa wzrostu w największych gospodarkach wschodzących (Wykres 1.6), przy czym skala spowolnienia pozostaje zróżnicowana. W większości przypadków osłabienie aktywności gospodarczej wynikało w znacznej mierze z wcześniejszego zacieśnienia polityki makroekonomicznej. W Chinach wzrost PKB obniżył się do 8,9% r/r (w IV kw. ub.r.; wobec 9,1% r/r w III kw. ub.r.), a w Indiach do 6,9% r/r (w III kw. ub.r.; wobec 7,7% r/r w II kw. ub.r.).

W nowych krajach członkowskich UE spoza strefy euro wzrost PKB w III kw. 2011 r. był nadal umiarkowany, zaś w IV kw. 2011 r. w niektórych krajach istotnie się obniżył (Wykres 1.7 i Wykres 1.8). Na Węgrzech wzrost gospodarczy w II połowie ub.r. utrzymał się na dodatnim poziomie, natomiast w Czechach dynamika PKB była ujemna, co było prawdopodobnie związane z obniżeniem się popytu wewnętrznego.

Ramka 1. Konkurencyjność państw członkowskich strefy euro i jej determinanty

Od momentu utworzenia strefy euro ogólny udział jej gospodarek w handlu światowym obniżył się z 32,5% w 1999 r. do 26,4% w 2010 r. Było to związane przede wszystkim ze zmianami konkurencyjności cenowej państw uczestniczących w globalnej wymianie handlowej oraz struktury geograficznej i sektorowej handlu międzynarodowego, w tym również ze znaczącym w tym okresie wzrostem cen surowców (powodującym zwiększenie się udziału krajów eksportujących surowce w światowej wymianie handlowej). W efekcie systematycznie zwiększał się udział krajów rozwijających się w światowym imporcie i eksporcie, przy spadku znaczenia krajów rozwiniętych. Spadek udziału strefy euro w handlu międzynarodowym był przy tym mniejszy niż innych krajów rozwiniętych i to mimo znaczącej realnej aprecjacji euro do końca 2009 r.² Oznacza to, że gospodarka strefy euro wykazała stosunkowo dużą zdolność do dostosowania się do zmian zachodzących w skali globalnej, m.in. znacznie zwiększając swoje powiązania handlowe z krajami wschodzącymi.

Jednocześnie jednak w ramach strefy euro widoczne było i jest nadal znaczne zróżnicowanie krajów pod względem ich potencjału do konkutowania na arenie międzynarodowej. Odzwierciedlone jest to w zmianie udziału poszczególnych państw strefy euro w światowym eksporcie ogółem (Wykres R.1.1). Choć od 1999 r. w zdecydowanej większości państw strefy euro widoczny był spadek tego udziału, to jego skala była różna w poszczególnych krajach. W okresie od 1999 r. liderem w handlu międzynarodowym wśród krajów strefy euro pozostały Niemcy, które generują ponad 8% światowego eksportu (z włączeniem dostaw wewnątrzwspólnotowych; dane za 2010 r.), choć ich udział w handlu światowym również nieco się obniżył. Gospodarka niemiecka znacząco wyprzedza kolejne pod względem znaczenia w handlu międzynarodowym kraje strefy euro, tj. Holandię (ok. 4% udziału w eksporcie ogółem), Francję (ok. 3,5%), Włochy (ok. 3%) i Belgię (ok. 2,5%), co może być związane ze znaczną internacjonalizacją produkcji w gospodarce niemieckiej. Udział pozostałych krajów strefy euro w światowym handlu nie przekracza 2%. Wśród wymienionych krajów największy spadek udziału w światowym eksporcie odnotowała Francja (w okresie 1999-2010 o 2,3 pkt. proc.).

Poniżej omówiono główne czynniki przekładające się na różnice w konkurencyjności międzynarodowej poszczególnych krajów strefy euro.

Konkurencyjność cenowa

Ważnym czynnikiem różnicującym państwa strefy euro jest ich konkurencyjność cenowa. Skala zmian konkurencyjności cenowej i jej wpływ na wielkość eksportu danej gospodarki uzależnione są nie tylko od zmian cen względnych, ale także od udziału poszczególnych rynków (w szczególności poza strefą euro) w eksporcie danej gospodarki oraz struktury produktowej eksportu.

Porównując zmiany relatywnych cen eksportu można zauważyć, że zarówno przed kryzysem, jak i w całym analizowanym okresie, największy wzrost konkurencyjności cenowej odnotowała gospodarka fińska, niemiecka i francuska (Wykres R.1.2). Równocześnie relatywne ceny eksportu najsilniej wzrosły na Słowacji i w Estonii, a biorąc pod uwagę tzw. stare państwa członkowskie – we Włoszech i Grecji³.

² W okresie 1999-2009 skala realnej aprecjacji euro wyniosła 11% (realny efektywny kurs walutowy deflowany CPI względem 41 partnerów handlowych). Szacunki KE wskazują, że 10% aprecjacja realnego efektywnego kursu walutowego przekładała się na zmniejszenie eksportu poza strefę euro o ok. 5-6% (EC 2010), przy czym rzeczywisty spadek udziału strefy euro w światowym eksporcie był mniejszy niż wynikający z pogorszenia konkurencyjności cenowej tej gospodarki. Oznacza to, że pewne czynniki pozacenowe zwiększały międzynarodową konkurencyjność strefy euro.

Następnie, tj. w 2010 r., euro uległo silniej deprecjacji, w efekcie której realny efektywny kurs walutowy zbliżył się do poziomu z 1999 r. (dane o handlu międzynarodowym omawiane w tym punkcie dotyczą okresu do 2010 r., stąd zmiany kursu również odnoszą się do tego okresu).

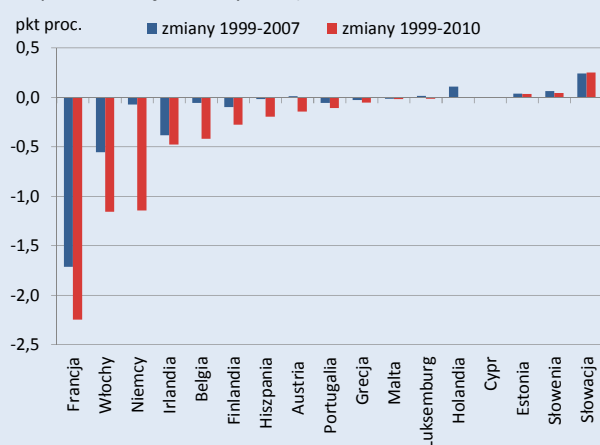
³ Do tzw. starych państw członkowskich strefy euro zaliczane są: Belgia, Niemcy, Irlandia, Grecja, Hiszpania, Francja, Włochy, Luksemburg, Holandia, Finlandia, Portugalia i Austria. Pozostałe kraje (tj. Estonia, Cypr, Malta, Słowenia, Słowacja) to tzw. nowe kraje członkowskie.

Analizując czynniki wpływające na zmiany konkurencyjności cenowej poszczególnych krajów należy zwrócić uwagę w szczególności na jednostkowe koszty pracy. Ich kształtowanie się przed kryzysem wskazuje, że we wszystkich państwach strefy euro tempo wzrostu płac realnych było niższe od tempa wzrostu wydajności pracy. Spadek ULC nie był jednak równie silny we wszystkich krajach, a zwłaszcza tak silny jak w gospodarce niemieckiej. Utrata konkurencyjności cenowej była zatem wynikiem nie tyle wzrostu krajowych kosztów pracy, ile pogorszenia relatywnych kosztów pracy względem gospodarki niemieckiej.

Czynniki cenowe nie były jednak jedynymi determinantami zmian eksportu. Wśród krajów, których udział w światowym eksporcie w latach 1999-2010 spadł najsilniej były, Francja, Irlandia i Finlandia, tj. kraje gdzie nastąpił spadek relatywnych cen eksportu. Jednocześnie, we wszystkich krajach strefy euro, które w omawianym okresie odnotowały wzrost udziału w handlu światowym (Słowacja, Słowenia, Estonia, Cypr), relatywne ceny eksportu wzrosły, czasami znacząco (Estonia, Słowacja).

Wykres R.1.1

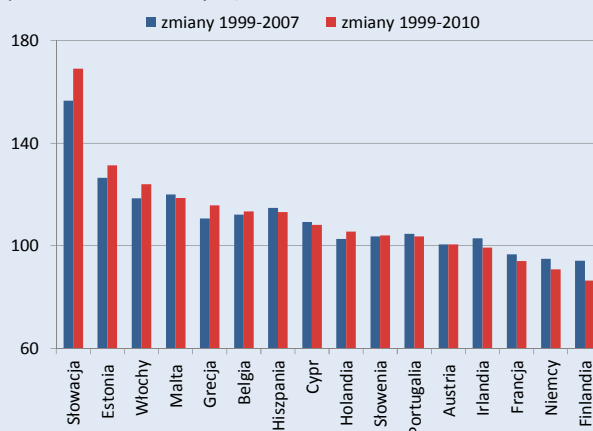
Zmiany udziałów w światowym eksporcie dóbr (włączając eksport wewnątrz strefy euro).



Źródło: Dane Ameco.

Wykres R.1.2

Zmiany relatywnych cen eksportu (1999=100, względem 36 partnerów handlowych).



Źródło: Dane Komisji Europejskiej (2011).

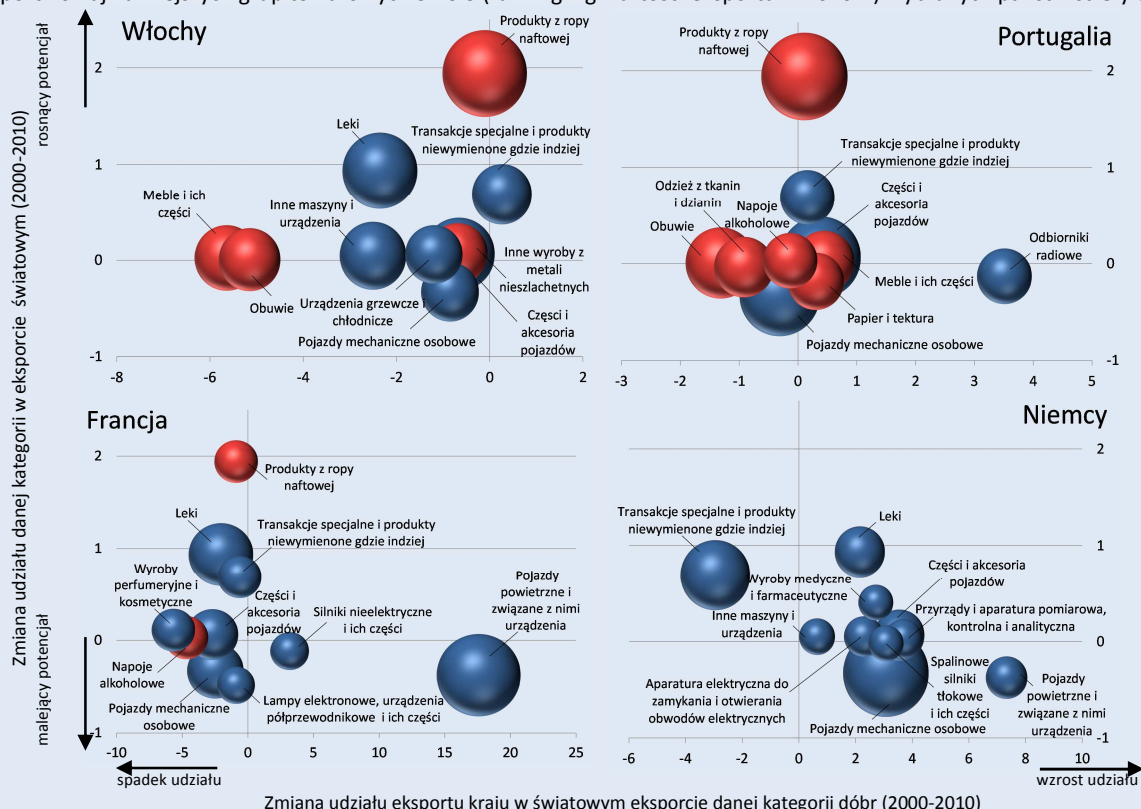
Czynniki strukturalne i globalizacja

Poza czynnikami cenowymi, kształtowanie się wielkości eksportu strefy euro jest wynikiem jego struktury geograficznej i sektorowej. Analizując specjalizację sektorową strefy euro, mierzoną indeksem Balassy można zauważyć, że strefa euro specjalizuje się głównie w produktach średnich i wysokich technologii (por. Di Mauro, Forster i Lima, 2010). I pod tym względem widoczne jest znaczące zróżnicowanie wśród państw członkowskich (Wykres R.1.3). W części z nich (Portugalia, Włochy, Grecja) w strukturze eksportu relatywnie duże znaczenie mają towary przemysłowe o niskim stopniu zaawansowania technologicznego. Wraz z pojawieniem się na rynkach światowych konkurentów charakteryzujących się niskimi kosztami wytwarzania, takich jak Chiny czy Indie, których struktura eksportu była podobna do ww. krajów strefy euro, państwa te zaczęły tracić swój udział w handlu międzynarodowym.

Z kolei przykład Francji pokazuje, że oprócz konkurencyjności cenowej i struktury eksportu, na międzynarodową konkurencyjność gospodarki silnie wpływają także czynniki instytucjonalne wskazane poniżej.

Wykres R.1.3

Eksport 10 najważniejszych grup towarowych SITC-3 (ranking wg wartości eksportu w 2010 r.) wybranych państw strefy euro.



Źródło: Dane Comtrade.

Powierzchnia kuli odpowiada udziałowi danej grupy towarowej w eksporcie danego państwa. Kolor czerwony kuli oznacza przynależność kategorii do sektora niskich lub niskich-średnich technologii wg klasyfikacji OECD.

Czynniki instytucjonalne

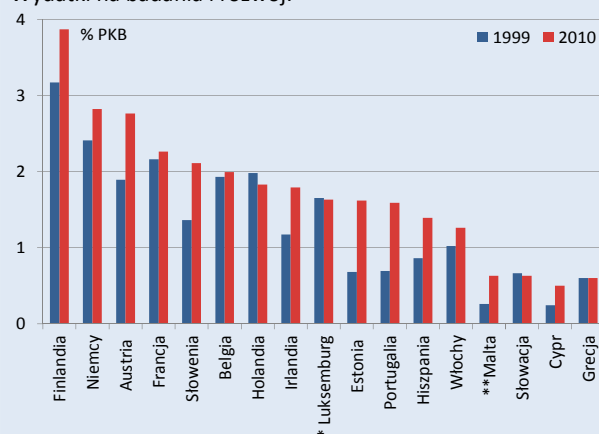
Obserwowana utrata międzynarodowej konkurencyjności przez Francję, ale również przez część pozostałych gospodarek strefy euro (Portugalia, Hiszpania, Grecja), w dużym stopniu wynika z ich ograniczonej elastyczności i zdolności dostosowania się do zmian zachodzących w gospodarce globalnej. Z jednej strony stosunkowo niski udział nakładów na badania i rozwój oraz niski odsetek wdrożonych patentów, a z drugiej strony słaba dostępność i jakość siły roboczej, sztywności na rynku pracy, to czynniki, które oddziaływały w kierunku spadku produktywności zwłaszcza w niektórych z wymienionych krajów (Wykres R.1.4, Wykres R.1.5). Także wyniki rankingów ukazujących stopień sztywności rynku produktów (zwłaszcza zbyt duży stopień ich regulacji oraz trudności związane z prowadzeniem działalności gospodarczej) wskazują na mniej efektywne otoczenie instytucjonalne biznesu w zwłaszcza w południowych krajach strefy euro (Grecja, Włochy, Portugalia, Hiszpania).

Różnorodna struktura przepływu BIZ

Miarą stopnia konkurencyjności poszczególnych państw członkowskich strefy euro mogą być ponadto przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). BIZ stanowią najbardziej pro-wzrostową formę napływu kapitału przede wszystkim ze względu na zwiększenie wydajności czynników wytwórczych i zwiększenie zdolności eksportowych gospodarki (Harding i Javorcik 2011). Kraje osiągające nadwyżki w handlu (Austria, Finlandia, Niemcy, Holandia) przyciągały więcej BIZ i były to głównie inwestycje w przemysłach bardziej produktywnych niż kraje deficytowe (Francja, Grecja, Włochy, Portugalia, Hiszpania), do których napływało więcej inwestycji w usługach, w tym w sektorze nieruchomości i pośrednictwie finansowym. Wśród krajów deficytowych szczególnie niekorzystnie prezentują się Grecja i Włochy, gdzie czynniki regulacyjne oraz relatywnie niższa jakość czynników wytwórczych są największymi barierami w napływie kapitału (Wykres R.1.6).

Wykres R.1.4

Wydatki na badania i rozwój.



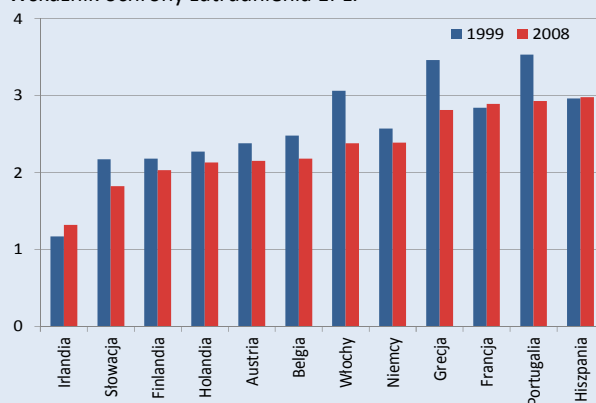
Źródło: Dane Eurostat.

* Dane za 2000 r. (brak danych za 1999 r.).

** Dane za 2002 r. (brak danych za 1999 r.).

Wykres R.1.5

Wskaźnik ochrony zatrudnienia EPL.



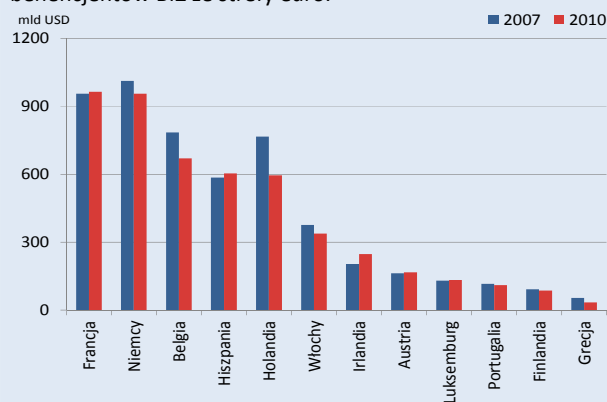
Źródło: Dane Eurostat.

EPL Index, ang. *Employment Protection Legislation Index*. Dane dla pozostałych krajów strefy euro nie są dostępne.

Miarą konkurencyjności gospodarki może być również zdolność do eksportu kapitału w formie BIZ dzięki wykorzystaniu przewag konkurencyjnych podmiotów dokonujących inwestycji za granicą (Wykres R.1.7). Spośród krajów strefy euro największą skłonnością do eksportu kapitału w formie BIZ charakteryzują się Niemcy i Francja, przy czym przewaga niemieckiego modelu internacjonalizacji nad francuskim wynika z faktu, że firmy niemieckie przenoszą jedynie część procesu produkcyjnego, co pozwala im osiągać większe marże oraz sprawować większą kontrolę nad produkcją⁴.

Wykres R.1.6

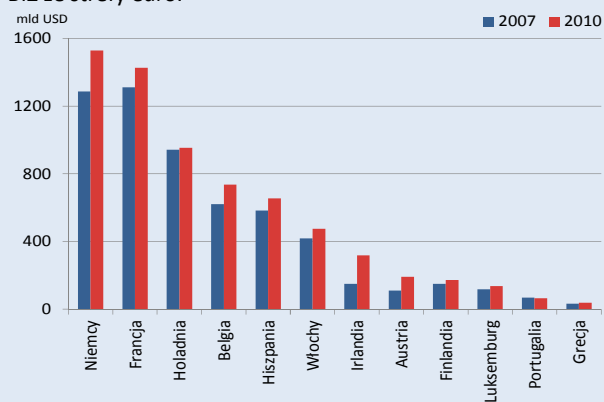
Skumulowany napływ BIZ wśród największych beneficjentów BIZ ze strefy euro.



Źródło: Dane OECD.

Wykres R.1.7

Skumulowany odpływ BIZ wśród największych eksporterów BIZ ze strefy euro.



Źródło: Dane OECD.

Podsumowując, utrata konkurencyjności, jaka miała miejsce przede wszystkim w południowych państwach członkowskich strefy euro, była wynikiem kombinacji kilku czynników – zarówno globalnych (związanych z pojawieniem się na arenie międzynarodowej gospodarek o niskich kosztach wytwarzania), jak i o charakterze wewnętrznym (z jednej strony prowadzących do utraty konkurencyjności cenowej, z drugiej ograniczających wzrost produktywności gospodarki poprzez słabości technologiczne i strukturalne). Poprawa konkurencyjności międzynarodowej tych krajów wymaga zatem podjęcia różnorodnych działań, z których znaczna część ma charakter długookresowy. Warto przy tym zaznaczyć, że utrata konkurencyjności wskazywana jest jako jeden z czynników zwiększających wrażliwość gospodarek strefy euro na skutki kryzysu (szczególnie gospodarek o znaczącym zadłużeniu zagranicznym) i jednocześnie będących problemem na drodze do odbudowy wzrostu gospodarczego w krajach, których dotyczą.

⁴ W przypadku Niemiec proces defragmentacji produkcji i jego lokowanie w krajach EŚW był jednym z czynników prowadzących do obniżki kosztów pracy (Danninger i Joutz 2007).

Bibliografia:

Danninger S., Joutz F.L. (2007) *What Explains Germany's Rebounding Export Market Share?*, IMF Working Paper, WP 07/24.

Di Mauro F., K. Forster, A. Lima (2010) *The Global Downturn and its impact on euro area exports and competitiveness*, Occasional paper series No. 119, October 2010.

EC (2010) *Quarterly Report on the euro area*, EC, 2010, vol. 9 no. 2.

Harding D., Javorcik B. (2011) *Can FDI help developing countries upgrade export quality?*, www.voxeu.org.

Kinoshita Y. (2011) *Sectoral Composition of Foreign Direct Investment and External Vulnerability in Eastern Europe*, IMF, WP 2011.

1.2. Procesy inflacyjne za granicą

Od publikacji poprzedniego *Raportu* stopniowy spadek cen surowców (por. rozdz. 1.4. *Światowe rynki surowców*) oraz spowolnienie aktywności gospodarczej na świecie sprzyjały obniżeniu się inflacji zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących (Wykres 1.9). Mimo pewnego obniżenia, inflacja w większości krajów pozostała na podwyższonym – w porównaniu z wieloletnią średnią – poziomie.

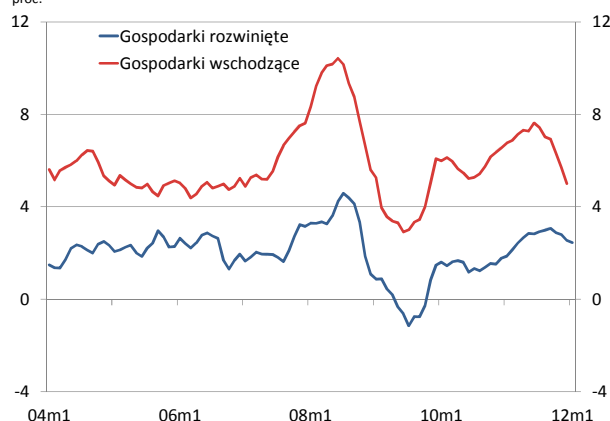
W ostatnich miesiącach spadkowi inflacji w Stanach Zjednoczonych, wynikającemu głównie z osłabienia dynamiki cen energii, towarzyszył dalszy wzrost inflacji bazowej (Wykres 1.10). Równocześnie w strefie euro inflacja od września 2011 r. utrzymywała się na podwyższonym poziomie, choć w grudniu obniżyła się do 2,7% (również w znacznym stopniu w wyniku obniżenia się dynamiki cen energii) i – według wstępnych danych – pozostała na tym poziomie w styczniu br. W obu gospodarkach oczekiwania inflacyjne pozostają stabilne.

W krajach wschodzących inflacja, pomimo obniżenia (istotny spadek nastąpił zwłaszcza w Chinach), nadal utrzymywała się na podwyższonym poziomie, co wynikało z relatywnie wysokiego udziału żywności i energii (których ceny w 2011 r. istotnie wzrosły) w koszykach konsumpcyjnych, jak również silniejszego niż w krajach rozwiniętych przekładania się wzrostu cen żywności na ceny pozostałych towarów.

W IV kw. 2011 r. inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej obniżyła się, choć tendencje inflacyjne w poszczególnych gospodarkach różniły się (Wykres 1.11).

Wykres 1.9

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

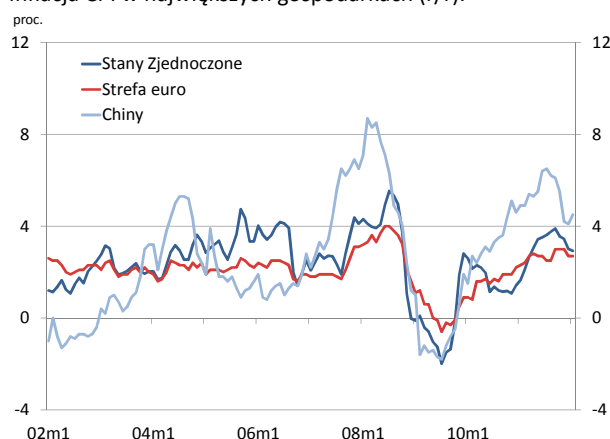


Źródło: Dane MFW, OECD, Ecwin, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.10

Inflacja CPI w największych gospodarkach (r/r).
proc.



Źródło: Dane OECD, Eurostat, MFW.

W większości krajów o płynnym kursie walutowym (w Polsce, Czechach i na Węgrzech) inflacja wzrosła, co można wiązać z deprecjacją kursów walutowych. Z kolei w większości krajów o stałych kursach walutowych inflacja się obniżyła. W obu grupach krajów czynnikiem podwyższającym inflację był znaczny wzrost cen energii, choć we wszystkich krajach regionu w IV kw. 2011 r. obserwowany był również wzrost inflacji bazowej. W styczniu 2012 r. inflacja w niektórych krajach regionu znacząco wzrosła, co było związane z podwyższeniem stawek podatku VAT (w Czechach oraz na Węgrzech) oraz cen regulowanych (w Estonii).

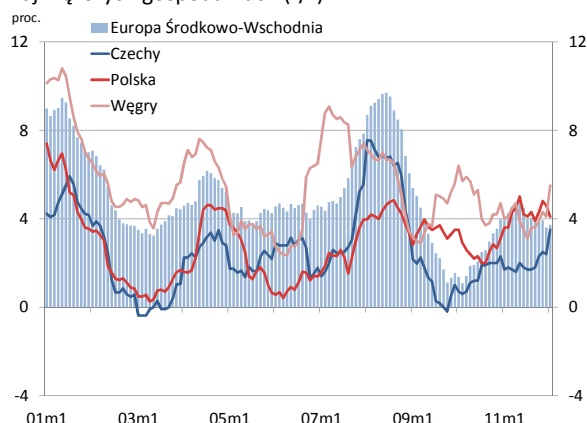
1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą

Od publikacji poprzedniego *Raportu* utrzymywały się napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych. Uległy one jednak w styczniu i lutym br. pewnemu złagodzeniu z uwagi na lepszą niż oczekiwano sytuację w gospodarce amerykańskiej, zmniejszenie niepewności co do rozwoju sytuacji gospodarczej w strefie euro, a także pozytywną reakcję rynków na działania głównych banków centralnych ogłoszone na przełomie 2011 i 2012 r.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* pogorszyły się oczekiwania rynkowe dotyczące rozwoju sytuacji w Azji, natomiast stopniowo stabilizowały się oczekiwania dotyczące rozwoju sytuacji w strefie euro, Stanach Zjednoczonych i Ameryce Południowej. Znalazło to odzwierciedlenie w rozbieżnych tendencjach kształtowania się cen akcji pomiędzy giełdami europejskimi, Ameryki Północnej i większością giełd Ameryki Południowej, których indeksy wzrosły, a azjatyckimi, gdzie następował spadek cen (Wykres 1.12).

Wykres 1.11

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



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

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

Wykres 1.12

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wobec spowolnienia gospodarczego i trudności z realizacją programów konsolidacji fiskalnej w krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia utrzymywały się obawy o możliwość finansowania potrzeb pożyczkowych tych gospodarek oraz o kondycję europejskiego sektora bankowego. W rezultacie rentowności obligacji oraz ceny CDS dla obligacji skarbowych tych krajów, choć uległy pewnemu obniżeniu, pozostawały na wysokim poziomie (Wykres 1.13). W celu stabilizacji europejskich rynków finansowych Europejski Bank Centralny rozszerzył zakres operacji refinansowych.

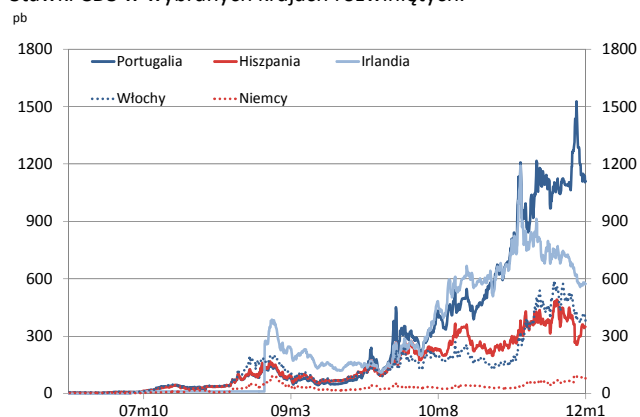
W warunkach utrzymującej się niepewności na rynkach finansowych rentowności aktywów uznawanych przez inwestorów za bezpieczne (obligacji amerykańskich i niemieckich) pozostawały na niskim poziomie (Wykres 1.14). Jednocześnie zmienność na rynkach walutowych uległa pewnemu obniżeniu. Aprecjacja dolara amerykańskiego w stosunku do euro została zahamowana w połowie stycznia br. (Wykres 1.15). Do stabilizacji rynku walutowego mogła przyczynić się skoordynowana akcja głównych banków centralnych polegająca na obniżeniu oprocentowania swapów dolarowych o 50 punktów bazowych.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne zwiększyły skalę ekspansji monetarnej (Wykres 1.16; por. Ramka 2 *Luzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez główne banki centralne*).

Fed utrzymywał krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%), a w styczniu br. wydłużył horyzont możliwego utrzymania niezmiennych stóp procentowych z połowy 2013 r. do końca 2014 r. Ponadto, kontynuował program wydłużenia zapadalności posiadanych obligacji skarbowych, nie zmieniając skali ogłoszonych wcześniej programów zakupu aktywów finansowych.

Wykres 1.13

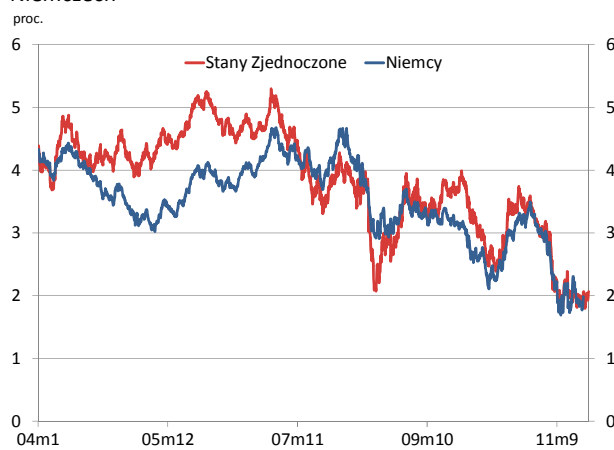
Stawki CDS w wybranych krajach rozwiniętych.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.14

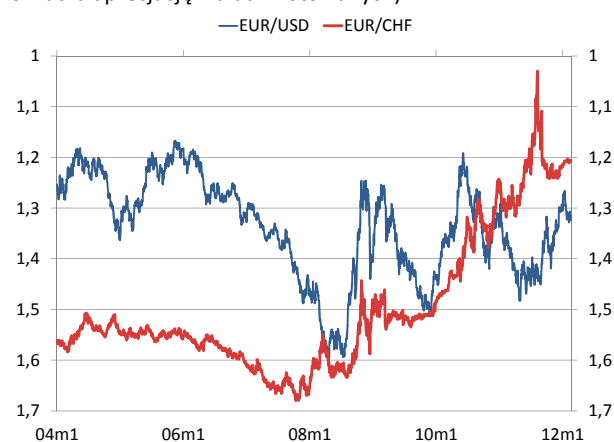
Rentowność 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.15

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



Źródło: Dane Bloomberg.

W okresie od publikacji poprzedniego *Raportu*, Bank Anglii nie zmienił krótkoterminowych stóp procentowych, utrzymując je na poziomie 0,50%. Jednakże w lutym br. zwiększył skalę programu zakupu aktywów finansowych o 50 mld GBP do łącznej kwoty 325 mld GBP.

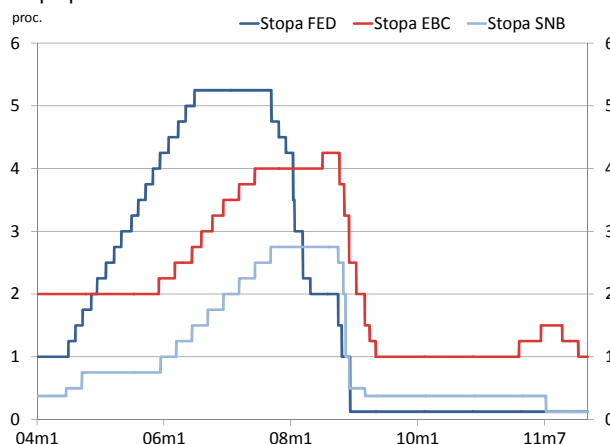
Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) utrzymał pasmo wahań dla 3-miesięcznej stopy LIBOR w przedziale 0,00-0,25%. Ponadto, SNB podtrzymywał gotowość do nieograniczonych interwencji walutowych w przypadku umocnienia się franka szwajcarskiego do poziomu poniżej 1,20 franka za euro, co hamowało aprecjację szwajcarskiej waluty.

Z kolei, Europejski Bank Centralny (EBC) pod koniec 2011 r. dwukrotnie obniżył stopy procentowe, łącznie o 0,5 pkt proc., w tym stopę referencyjną do 1,00%, a w lutym br. zasygnalizował zakończenie cyklu obniżek stóp. Ponadto, EBC przeprowadził dodatkowe długoterminowe operacje zasilające w płynność instytucje finansowe w strefie euro (por. Ramka 2 *Luzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez główne banki centralne*) i poszerzył zakres aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie w operacjach otwartego rynku. Dodatkowo, EBC nadal dokonywał (choć w grudniu ub.r. i styczniu br. w coraz mniejszej skali) zakupu na rynku wtórnym obligacji rządowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wiele banków centralnych gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych luzowało politykę pieniężną. Jednak niektóre banki centralne gospodarek wschodzących dokonywały dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Część banków centralnych krajów wschodzących nadal interweniowała na rynkach walutowych, jednak aprecjacja ich walut na początku 2012 r. przełożyła się na stopniowy zanik ich aktywności na rynku (Wykres 1.17).

Wykres 1.16

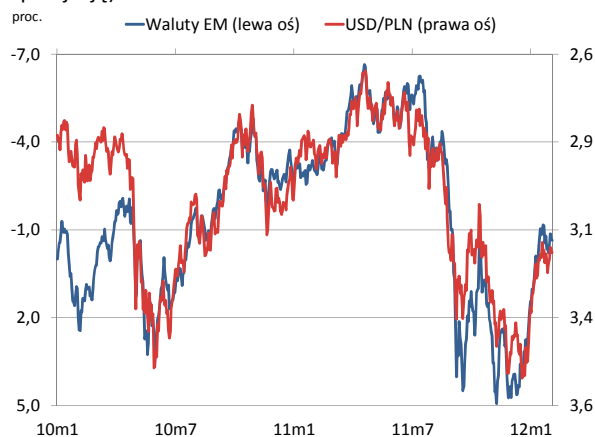
Stopa funduszy federalnych Fed, stopa refinansowa EBC i stopa procentowa SNB.



Źródło: Dane banków centralnych.

Wykres 1.17

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



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

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

Ramka 2. Luzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez główne banki centralne

Banki centralne głównych krajów rozwiniętych utrzymują obecnie krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie bliskim zera. Jednocześnie sytuacja gospodarcza w tych krajach, w ocenie ich banków centralnych, uzasadnia prowadzenie ekspansywnej polityki pieniężnej. Wobec braku lub ograniczonych możliwości dalszego obniżenia krótkoterminowych stóp banki centralne podejmują działania bezpośrednio zwiększające podaż płynnych rezerw w systemie bankowym. Dokonują tego poprzez bezwarunkowe i warunkowe zakupy aktywów finansowych, wydłużenie terminu zapadalności operacji refinansujących oraz rozszerzenie wachlarza zabezpieczeń, pod zastaw których instytucje finansowe mogą zaciągać kredyty w banku centralnym. W działania te zaangażowane są przede wszystkim największe banki centralne, tj. Bank Rezerwy Federalnej (Fed), Bank Anglii (BoE) i Europejski Bank Centralny (EBC)⁵. Należy zaznaczyć, że pomimo istotnych podobieństw różne są uwarunkowania instytucjonalne, a także deklarowane cele ww. działań banków centralnych. Pomimo tych różnic, skutkiem luzowania ilościowego głównych banków centralnych jest znaczący wzrost bazy monetarnej na świecie i bilansów tych banków (Wykres R.2.1).

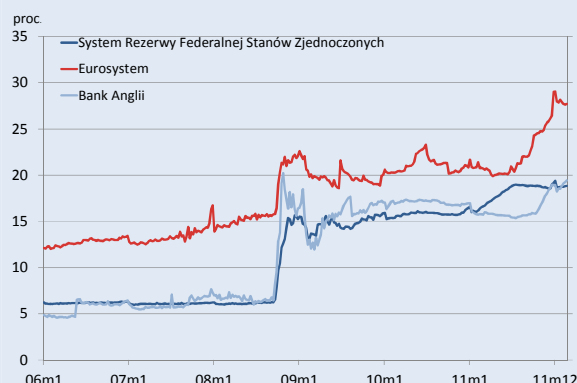
W Stanach Zjednoczonych niedługo po upadku Lehman Brothers, tj. pod koniec 2008 r., Fed zaangażował się w dodatkowe operacje mające na celu zapewnienie płynności instytucjom finansowym i rozpoczął bezwarunkowy zakup aktywów. Celem tych działań było dostarczenie dodatkowej płynności amerykańskiemu sektorowi finansowemu oraz obniżenie oprocentowania kredytów, przede wszystkim kredytów hipotecznych. Większość programów płynnościowych uruchomionych wówczas przez Fed została już zakończona, natomiast znacząco zwiększono program luzowania ilościowego (ang. *Large-Scale Asset Purchase*, LSAP) polegający na bezwarunkowym zakupie aktywów finansowych. W ramach pierwszej rundy programu (LSAP1), Fed kupował papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych (ang. *mortgage-backed securities*, MBS), natomiast od sierpnia 2010 r., w ramach drugiej rundy programu (LSAP2), kupuje głównie amerykańskie długoterminowe obligacje skarbowe (Wykres R.2.2). Łącznie Fed kupił obligacje rządowe o wartości 900 mld USD. Ponadto Fed kupił 175 mld USD prywatnych aktywów. We wrześniu ub.r. rozpoczął też wydłużanie przeciętnego terminu zapadalności posiadanych aktywów poprzez sprzedaż obligacji o krótszych terminach zapadalności i zakup papierów dłużnych o dłuższych terminach zapadalności (tzw. operacja twist). Dodatkowym instrumentem zwiększającym płynność dolarową na świecie było także przywrócenie pod koniec 2011 r. linii swapowych dla zagranicznych banków centralnych (poprzez które banki te mogą uzyskiwać dolary w zamian za własne waluty). W efekcie tych wszystkich działań bilans Fed zwiększył się do 2,9 bln USD z 0,9 bln USD pod koniec 2006 r. i obecnie stanowi 18,8% amerykańskiego PKB (Wykres R.2.1).

BoE wprowadził dodatkowe stałe programy wsparcia płynnościowego dla sektora finansowego już pod koniec 2008 r., a w marcu 2009 r. ogłosił program QE, który rozszerzył w październiku ub.r. i lutym br. Od początku realizacji tego programu BoE kupował głównie obligacje skarbowe. W efekcie bilans BoE zwiększył się do 311 mld GBP z 85,6 mld GBP pod koniec 2006 r. i stanowi 19,4% PKB Wielkiej Brytanii.

⁵ Działania takie podejmowane są również od dłuższego czasu przez Bank Japonii.

Wykres R.2.1

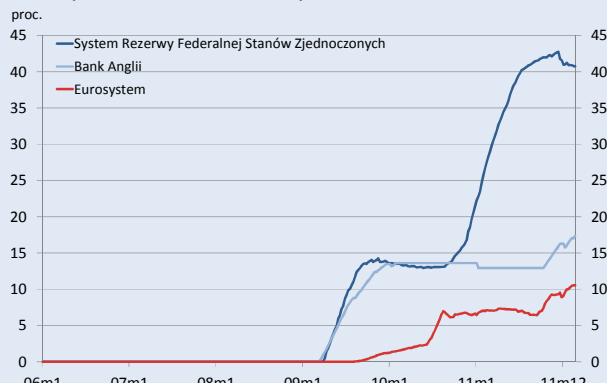
Aktywa banków centralnych w relacji do PKB.



Źródło: Fed, ECB, BoE, Ecwin Economic, obliczenia NBP.

Wykres R.2.2

Papiery skarbowe zakupione od października 2008 r. w relacji do aktywów banków centralnych.



Źródło: Fed, ECB, BoE, obliczenia NBP.

EBC od sierpnia 2007 r. angażował się w dodatkowe operacje zasilające sektor bankowy w płynność, stopniowo rozszerzając ich horyzont czasowy oraz zestaw aktywów akceptowanych jako ich zabezpieczenie. W szczególności, EBC wydłużał termin zapadalności długoterminowych operacji refinansowych (ang. *Longer Term Refinancing Operations*, LTRO) oraz wprowadził program zakupu listów zastawnych (ang. *Covered Bond Purchase Programme*, CBPP), którego pierwsza edycja zakończyła się w lipcu 2010 r. Ponadto, od maja 2010 r., EBC dokonuje zakupu obligacji rządowych głównie emitowanych przez kraje peryferyjne w ramach programu dotyczącego rynku papierów wartościowych (ang. *Securities Markets Programme*, SMP). W przeciwieństwie do programów BoE i Fed, celem programu zakupu obligacji przez EBC nie jest zwiększenie płynności w sektorze finansowym, tylko ograniczenie wzrostu i zmienności rentowności niektórych papierów dłużnych w strefie euro („to address the severe tensions in certain market segments”, ECB 2010). Z tego też względu EBC w ramach SMP przeprowadza operacje sterylizujące, tj. absorbujące wzrost płynności instytucji finansowych wynikający ze skupu tych obligacji.

W IV kw. 2011 r. EBC – oprócz obniżenia stóp procentowych – zdecydował się na uzupełnienie istniejących programów płynnościowych m.in. o wznowiony CBPP oraz roczne i trzyletnie LTRO⁶, a także rozszerzył jeszcze bardziej wachlarz aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie kredytów dla instytucji finansowych (w operacjach warunkowych). Należy podkreślić, że wprowadzenie operacji refinansujących są adresowane do prywatnych instytucji finansowych, to jednak ich ostateczny efekt może być podobny do programów QE, albowiem poprzez gwarancje długoterminowego finansowania zwiększa on możliwości zakupu przez instytucje finansowe obligacji skarbowych. Bilans EBC zwiększył się do 2,7 bln EUR z 1,2 bln EUR pod koniec 2006 r., co stanowi 27,7% PKB strefy euro.

Zakup aktywów przez bank centralny może wpływać na realną gospodarkę za pośrednictwem wielu kanałów. Zakup papierów dłużnych przyczynia się do wzrostu ich cen i obniżenia oprocentowania. Przy założeniu skuteczności QE w obniżaniu stóp procentowych o dłuższych terminach, mechanizm jego wpływu na zachowanie podmiotów gospodarczych może przebiegać podobnie do tradycyjnego mechanizmu transmisji monetarnej. Do kanałów transmisji w odniesieniu do programów zakupu aktywów przez banki centralne zalicza się także (Joyce et al. 2011, Krishnamurthy Vissing-Jorgensen 2011):

- 1) kanał płynnościowy: sprzedaż aktywów bankowi centralnemu w ramach QE przyczynia się do zwiększenia podaży płynnych rezerw w instytucjach finansowych. Jednakże to, w jakim stopniu przełoży

⁶ Pierwsza trzyletnia operacja LTRO odbyła się 21 grudnia ub.r. i wyniosła 489,2 mld EUR, natomiast w ramach drugiej trzyletniej operacji LTRO, przeprowadzonej 29 lutego br., banki komercyjne pożyczły 529 mld EUR. Więcej informacji na ten temat na <http://www.ecb.int/mopo/implementation/omo/html/index.en.html> oraz w komunikacie prasowym ECB „ECB announces measures to support bank lending and monetary market activity” z 8 grudnia 2011 r.

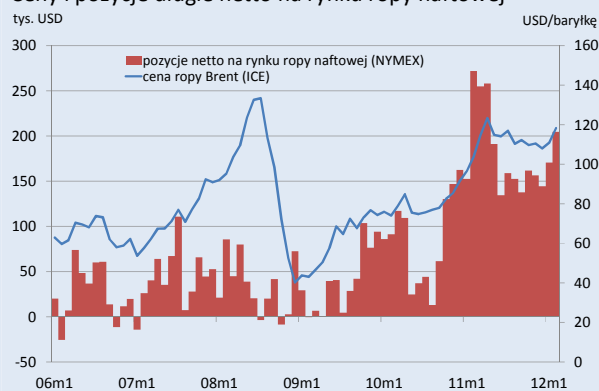
się ono na ożywienie akcji kredytowej, a w konsekwencji na decyzje konsumpcyjne i inwestycyjne podmiotów gospodarczych, jest uzależnione od wiarygodności kredytowej potencjalnych kredytobiorców, jak i pozycji kapitałowej danej instytucji finansowej (por. ramka „*Niekonwencjonalne działania polityki pieniężnej głównych banków centralnych*”, Raport o Inflacji, czerwiec 2009, Joyce et al. 2011, Bridges et al. 2011);

- 2) kanał portfelowy: polega na zmianie struktury portfeli instytucji finansowych. Obniżenie podaży rządowych papierów dłużnych może prowadzić do obniżenia rentowności innych aktywów krajowych poprzez dostosowanie portfeli inwestycyjnych instytucji finansowych. Towarzyszy temu obniżenie relatywnych cen aktywów zagranicznych i wzrost ich relatywnej stopy zwrotu. Może to prowadzić do odpływu kapitału i deprecjacji waluty krajowej, jednak skala tego zjawiska jest uzależniona od stopnia substytucyjności zagranicznych aktywów względem krajowych;
- 3) kanał zaufania: wprowadzenie programu QE może wpływać pozytywnie na nastroje podmiotów gospodarczych, złagodzenie kryzysu zaufania, prowadząc do spadku premii za ryzyko i wzrostu cen aktywów, a następnie zwiększenia zagregowanej konsumpcji i inwestycji;
- 4) kanał oczekiwań: wprowadzenie programu QE jest sygnałem uwiarygadniającym deklarację, że krótkoterminowa stopa pozostanie na obniżonym poziomie przez dłuższy czas, co oddziałuje w kierunku obniżenia długoterminowych stóp procentowych.

Badania empiryczne wskazują, że ogłoszeniu zamiaru zakupu obligacji skarbowych towarzyszyło obniżenie długoterminowych stóp procentowych nawet o 100 punktów bazowych dla rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych w przypadku pierwszego programu QE w Stanach Zjednoczonych i 200 punktów bazowych dla dziesięcioletnich greckich obligacji skarbowych w przypadku pierwszego programu SMP. Wyniki badań na temat średniokresowego oddziaływania QE na stopy procentowe nie są jednoznaczne. Niektórzy ekonomiści (Yellen 2011, Krishnamurthy, Vissing-Jorgensen 2011) potwierdzają istotny wpływ QE na obniżenie długookresowych stóp procentowych, jednak inni sugerują brak takiego oddziaływania (Gagnon et al. 2011, Guidolin-Neely 2011, Swanson 2011). Czynnikiem, który mógł osłabiać wpływ programów QE na długoterminowe stopy procentowe był jednoczesny silny przyrost długu publicznego w krajach je prowadzących i zwiększenie emisji obligacji przez te kraje, koncentrujące się w większym niż dotychczas stopniu na długim końcu krzywej dochodowości. Jako że wartość emisji znacznie przekraczała wartość skupowanych przez banki centralne obligacji, ich podaż na rynku wzrosła, co spowodowało wystąpienie presji na wzrost ich rentowności. Jednak z uwagi na to, że amerykańskie obligacje skarbowe są postrzegane przez inwestorów jako aktywa niskiego ryzyka, ich rentowność pozostawała niska w warunkach podwyższonej awersji do ryzyka.

Wykres R.2.3

Ceny i pozycje długie netto na rynku ropy naftowej



Źródło: Bloomberg, Ecowin Financial.

Wprowadzeniu programu QE w Stanach Zjednoczonych towarzyszył wzrost cen aktywów, w tym akcji, który – poprzez efekt majątkowy – mógł przyczynić się do przyspieszenia dynamiki konsumpcji prywatnej w tym kraju pod koniec 2010 r., pomimo stagnacji płac. Badania nad wpływem QE na sferę realną przeprowadzone przez ekonomistów powiązanych z bankami centralnymi wskazują, iż produkcja krajowa w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii może być wyższa o odpowiednio 3% i 0,5-2% ze względu na wprowadzone programy QE (Chung et al. 2011, Joyce et al. 2011). Dodatni wpływ QE na inflację w świetle tych badań wynosi natomiast 1 pkt proc. dla Stanów Zjednoczonych oraz 0,75-1,5 pkt. proc. dla Wielkiej Brytanii, co jest równoważne obniżeniu stóp procentowych o 150-300 punktów bazowych.

Wyniki przedstawionych wyżej badań należy interpretować z ostrożnością, jako że opierają się one często na modelach kalibrowanych przed kryzysem i nieuwzględniających możliwych zmian strukturalnych zachodzących zarówno w gospodarkach, jak i mechanizmie transmisji monetarnej.

Należy podkreślić, że wprowadzenie programów QE może stwarzać ryzyka zarówno dla gospodarek, w których są wprowadzane, jak i dla pozostałych krajów (szczególnie gdy programy QE prowadzone są przez banki centralne z największych światowych gospodarek). Obecnie trudno ocenić skalę tych zagrożeń oraz prawdopodobieństwo ich realizacji. Jednym z czynników ryzyka związanych z prowadzeniem przez bank centralny polityki luzowania ilościowego jest spowolnienie procesu korekty bilansów podmiotów gospodarczych oraz redukcji długu publicznego, jako że obniżenie długoterminowych stóp procentowych ogranicza bodźce do zmniejszania zadłużenia. Ponadto poprawa nastrojów podmiotów gospodarczych, niskie stopy procentowe i wysoka płynność są czynnikami sprzyjającymi nasileniu ekspansji kredytowej, która może prowadzić do znacznego wzrostu inflacji. Ryzyko to jest tym większe, im większe jest prawdopodobieństwo „odkötwienia” oczekiwań inflacyjnych na skutek wprowadzenia programów QE. Należy jednocześnie podkreślić, że ekspansja kredytowa jest warunkowana m.in. sytuacją kapitałową banków i jakością ich portfela kredytowego. W obecnych warunkach instytucje finansowe w krajach, których banki centralne prowadzą bardzo ekspansywną politykę pieniężną, wykazują ograniczoną skłonność do udzielania kredytów, czego wyrazem może być silny wzrost ich depozytów na rachunkach głównych banków centralnych w okresie obowiązywania QE. Dodatkowym ryzykiem związanym z QE jest to, że niskie stopy procentowe mogą skłaniać inwestorów do poszukiwania wyższej stopy zwrotu i zwiększenia zaangażowanie w ryzykowne aktywa, co może sprzyjać powstawaniu baniek spekulacyjnych na rynkach aktywów lub surowców. Potencjalnym efektem zewnętrznym programów QE jest ryzyko znacznego przepływu krótkookresowego kapitału z krajów, gdzie prowadzone jest luzowanie ilościowe, do innych gospodarek.

W okresie realizacji programu QE w Stanach Zjednoczonych nastąpiło nasilenie odpływu kapitału z tego kraju. Amerykańscy inwestorzy preferowali aktywa zagraniczne przynoszące znacznie wyższą stopę zwrotu niż oferowana w Stanach Zjednoczonych. Odzwierciedleniem tej tendencji był wzrost napływu kapitału do krajów wschodzących, podwyższona zmienność kursów ich walut oraz silne wydłużenie pozycji inwestycyjnych na rynku ropy naftowej (Wykres R.2.3). Mogło się to przyczynić do wzrostu presji inflacyjnej w krajach wschodzących oraz do wzrostu cen surowców energetycznych, który jednocześnie był wspierany przez niepewność geopolityczną oraz zwiększający się popyt na surowce ze strony szybko rosnących gospodarek wschodzących.

Bibliografia:

- Benford J., Berry S., Nikolov K., Young Ch., Robson M., *Quantitative easing*, Bank of England, Quarterly Bulletin, 2009 Q2, s. 90-99.
- Breeden S., Whisker R., *Collateral risk management at the Bank of England*, Bank of England, Quarterly Bulletin, 2010 Q2, s. 94-102.
- Bridges J., Rossiter N., Thomas R., *Understanding the recent weakness in broad money growth*, Bank of England, Quarterly Bulletin, 2011 Q1, s. 22-35.
- Chung H., Laforce J.P., Reifschneider D., Williams J., *Estimating the macroeconomic effects of the Fed's asset purchases*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter 2011-3.
- ECB's response to the financial crisis*, ECB Monthly Bulletin, październik 2010, s. 59-73.
- Gagnon J., Raskin M., Remarche J., Sack B., *Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, nr. 441/2011.
- Guidolin M., Neely Ch.J., *The effects of large-scale asset purchases on TIPS inflation expectations*, Federal Reserve Bank of St Louis, National Economic Trends, wrzesień 2010.
- Joyce M., Tong M., Woods R., *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*, Bank of England, Quarterly Bulletin, 2011 Q3, s. 200-211.
- Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A., *The effects of quantitative easing on interest rates*, Monetary Policy at Zero Bound conference, San Francisco, 25 lutego 2011.
- Swanson E., *Let's Twist Again: a high-frequency event-study analysis of Operation Twist and its implications for QE2*, Brookings Papers on Economic Activity, Wiosna 2011, s. 151-88.
- Beirne J., Dalitz L., Ejsing J., Grothe M., Manganelli S., Monar F., Sahel B., Susac M., Tapking J., Vong T., *The impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the primary and secondary markets*, Occasional Paper Series, no 122, styczeń 2011.
- Yellen J., *The Federal Reserve's asset purchase program*, Allied Social Science Associations Annual meeting, Denver, 8 stycznia 2011.

1.4. Światowe rynki surowców

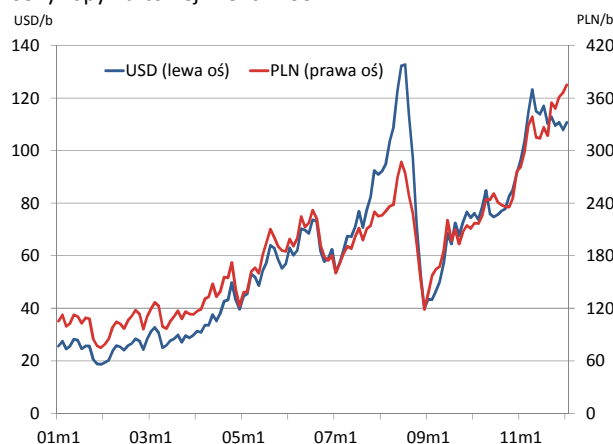
Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny ropy naftowej pozostawały wysokie (111 USD/b w styczniu br.), przy czym w ujęciu złotowym ceny te znacząco wzrosły (do 375 PLN/b w styczniu br. z 348 PLN/b w październiku 2011 r.; Wykres 1.18). W kierunku wysokich cen ropy naftowej w ostatnim okresie oddziaływał wzrost ryzyka związany z bezpieczeństwem przyszłych dostaw tego surowca po zapowiedzi Iranu dotyczącej blokady cieśniny Ormuz, stanowiącej najważniejszy szlak transportu ropy naftowej z regionu Zatoki Perskiej. Globalny popyt na ropę naftową – mimo ograniczenia jego wzrostu w krajach wschodzących oraz jego spadku w krajach rozwiniętych wskutek spowolnienia aktywności w gospodarce światowej oraz wysokich cen detalicznych paliw – pozostał wysoki, co również sprzyjało utrzymywaniu się wysokich cen ropy.

Ceny węgla, po silnym wzroście w styczniu 2011 r., który był uwarunkowany niekorzystnymi czynnikami podażowymi związanymi z powodzią w Australii, w IV kw. ub.r. w dalszym ciągu obniżały się. Choć w styczniu br. ceny węgla nieco wzrosły (do 123 USD/t), to jednak znajdowały się one na poziomie zbliżonym do obserwowanego średnio w IV kw. 2011 r. (122 USD/t; Wykres 1.19). Jednocześnie, odmienna tendencja obserwowana była w przypadku cen gazu ziemnego, które systematycznie rosły (w IV kw. wzrost wyniósł 8,4% kw/kw, a w styczniu br. ceny wzrosły o 1,8% m/m), co było wynikiem wcześniejszego wzrostu ceny ropy naftowej, przekładającej się z opóźnieniem na cenę gazu.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny surowców rolnych na rynkach światowych obniżały się (Wykres 1.20). Dotyczyło to większości z nich, w tym przede wszystkim pszenicy. Spadek cen surowców rolnych był rezultatem poprawy sytuacji podażowej wraz z

Wykres 1.18

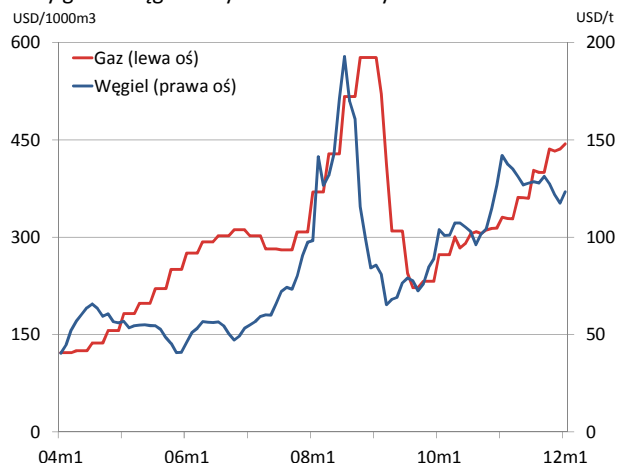
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 1.19

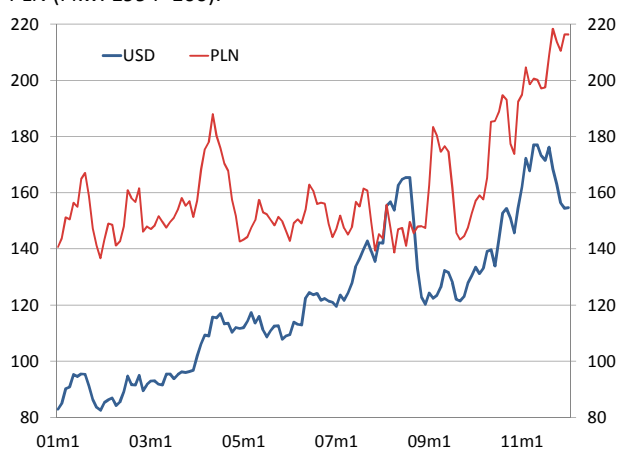
Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

Wykres 1.20

Indeks cen surowców rolnych na rynkach światowych w USD i PLN (I kw. 1994=100).



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

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

rozpoczęciem nowego sezonu gospodarczego w rolnictwie 2011/2012 oraz pogarszających się perspektyw gospodarki światowej. W dalszym ciągu czynnikami oddziałującymi w kierunku podwyższania cen żywności były wysokie ceny energii i nawozów oraz rosnąca produkcja biopaliw. Mimo zauważalnego spadku cen surowców rolnych w dolarach, ze względu na deprecjację kursu walutowego, ceny mierzone w złotych istotnie wzrosły.

Rozdział 2

GOSPODARKA KRAJOWA

2.1. Procesy inflacyjne

2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

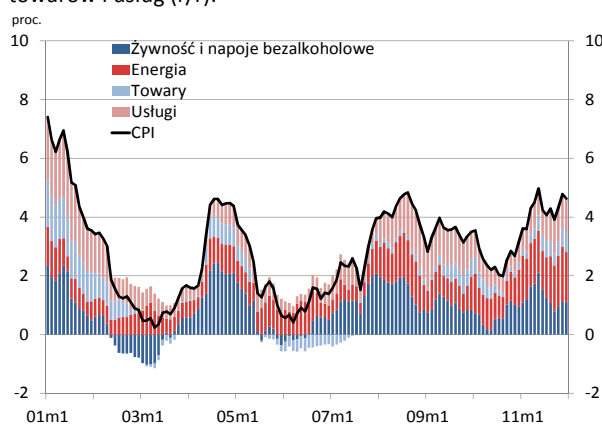
Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce, po spadku w okresie czerwiec-wrzesień 2011 r. do 3,9%, w kolejnych miesiącach ponownie wzrosła, osiągając w grudniu 2011 r. poziom 4,6%. Według wstępnych danych GUS, w styczniu 2012 r. inflacja obniżyła się do 4,1% r/r⁷. W całym analizowanym okresie kształtowała się więc wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5% (Wykres 2.1, Tabela 2.1).

Na przyspieszenie inflacji w IV kw. 2011 r.łożył się wzrost wszystkich głównych kategorii cen, najsłabszy w przypadku cen usług, których dynamika była stosunkowo stabilna.

W omawianym okresie wzrost inflacji był głównie związany ze znaczną deprecjacją złotego w II połowie 2011 r. Osłabienie złotego przyczyniło się zarówno do wzrostu cen energii, w tym przede wszystkim paliw, jak i cen żywności⁸ (pomimo

Wykres 2.1

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2.1

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

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
CPI (%)	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3
Żywność i napoje (pkt. proc.)	-0,3	1,7	0,6	0,2	1,3	1,6	1,0	0,7	1,3
Energia (pkt. proc.)	0,7	0,8	0,8	0,8	0,6	1,3	0,8	1,0	1,5
Towary (pkt. proc.)	-0,1	0,5	0,1	-0,4	0,0	0,2	0,4	0,3	0,5
Usługi (pkt. proc.)	0,5	0,5	0,6	0,4	0,7	1,2	1,2	0,6	1,0

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁷ 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, przez co pogłębiona analiza zmian cen w poszczególnych grupach zostanie przeprowadzana w następnym Raporcie.

⁸ Do przyspieszenia wzrostu cen żywności przyczynił się też spadek podaży niektórych produktów, głównie mięsa wieprzowego na rynku polskim oraz w całej UE. Natomiast czynnikiem ograniczającym skalę wzrostu cen żywności w analizowanym okresie był wzrost podaży zbóż na rynku krajowym po nowych zbiorach i związany z tym – począwszy od września ub.r. - spadek rocznej dynamiki cen pieczywa i

spadku cen ropy naftowej i surowców rolnych wyrażonych w dolarach; Wykres 1.18 i 1.20), a także innych towarów importowanych. Ponadto, w kierunku utrzymywania się rocznego wskaźnika inflacji na podwyższonym poziomie nadal oddziaływała podwyżka stawek VAT wprowadzona w styczniu 2011 r.

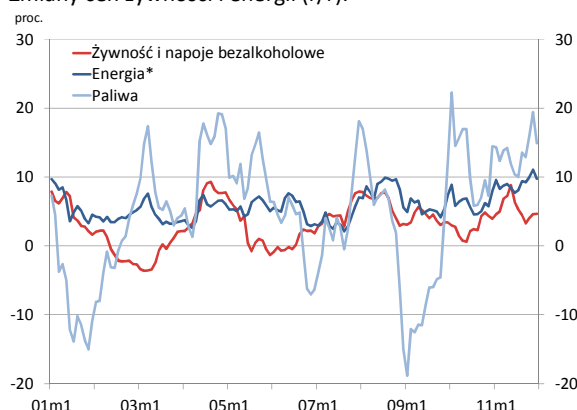
Do wzrostu inflacji w IV kw. ub.r. przyczynił się też wzrost cen administrowanych, w tym opłat ustalanych przez samorządy (m.in. za usługi związane z użytkowaniem mieszkania i komunikację miejską), a także cen regulowanych, w szczególności skokowy wzrost cen leków⁹. Jednocześnie, podwyżki taryf na energię elektryczną, ciepłą i gaz ziemny dla gospodarstw domowych wprowadzone w 2011 r. wpłynęły na utrzymanie dynamiki cen nośników energii na wysokim poziomie.

Obniżenie się inflacji w styczniu 2012 r. wynikało przede wszystkim z wygaśnięcia wpływu ubiegłorocznej podwyżki stawek VAT, a także ze spadku cen leków (w następstwie wejścia w życie 1 stycznia 2012 r. nowej ustawy o refundacji leków¹⁰ oraz kolejnych zmian dokonanych na liście leków refundowanych).

Wpływ czynników popytowych na inflację CPI w analizowanym okresie był ograniczony. Wskazuje na to wyraźne osłabienie dynamiki popytu konsumpcyjnego w IV kw. 2011 r. związane z pogorszeniem się sytuacji na rynku pracy w stosunku do poprzedniego kwartału (obniżenie dynamiki wynagrodzeń oraz wzrost bezrobocia), a także ze słabnącą dynamiką kredytów dla gospodarstw domowych.

Wykres 2.2

Zmiany cen żywności i energii (r/r).

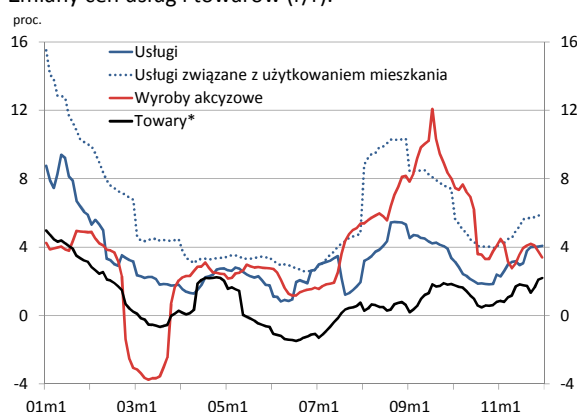


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.3

Zmiany cen usług i towarów (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

produktów zbożowych, dodatkowo wzmocniony skutek działania ujemnego efektu bazy (wynikającego z silnego wzrostu cen zbóż na rynkach światowych przed rokiem). W tym samym kierunku oddziaływał też wzrost podaży warzyw i owoców na rynku krajowym, będący efektem dobrych zbiorów w ub. r.

⁹ Wzrost cen leków wynikał z obniżenia poziomu refundacji leków wchodzących w skład koszyka CPI w następstwie wejścia w życie 16 listopada 2011 r. rozporządzeń Ministra Zdrowia (z 28 października 2011 r. i 4 listopada 2011 r.) wprowadzających zmiany na liście leków refundowanych.

¹⁰ Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o refundacji leków, środków spożywczych specjalnego przeznaczenia żywieniowego oraz wyrobów medycznych (Dz. U. z dnia 13 czerwca 2011 r.).

2.1.2. Inflacja bazowa

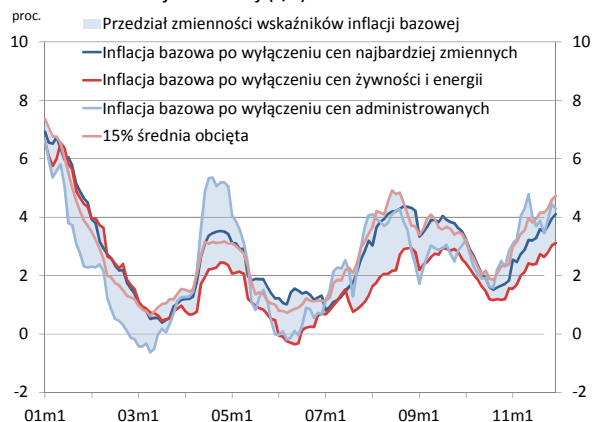
Rosnącej inflacji CPI w okresie październik-grudzień 2011 r. towarzyszył wzrost wszystkich miar inflacji bazowej (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł z 2,8% w październiku ub.r. do 3,1% w grudniu ub.r.

Wzrost inflacji bazowej był efektem – podobnie jak w przypadku wskaźnika CPI – podwyżek cen administrowanych i regulowanych¹¹ oraz deprecjacji kursu złotego. W analizowanym okresie dokonano podwyżek cen administrowanych (w tym przede wszystkim cen biletów komunikacji miejskiej i biletów kolejowych), które skutkowały wzrostem cen usług transportowych. Ponadto, wejście w życie rozporządzeń dotyczących zmian listy leków refundowanych spowodowało znaczny wzrost cen artykułów medyczo-farmaceutycznych (do 9,4% r/r w grudniu ub.r. wobec 3,5% r/r w październiku ub.r.). Z kolei skutek deprecjacji złotego wzrosła dynamika cen towarów pochodzących z importu, w tym przede wszystkim towarów związanych z wyposażeniem i konserwacją mieszkania, a także towarów z grupy rekreacja i kultura oraz higiena.

Według wstępnych szacunków NBP, w styczniu 2012 r. wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się do ok. 2,6% r/r, co wynikało głównie ze spadku cen leków, a także w mniejszym stopniu z wygaśnięcia wpływu ubiegłorocznej podwyżki stawek VAT¹².

Wykres 2.4

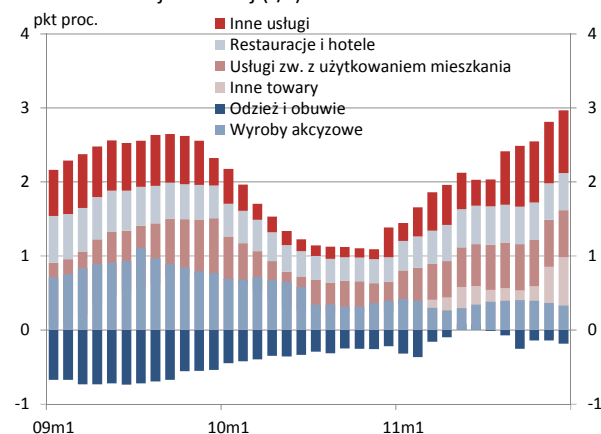
Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.5

Struktura inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹¹ Ceny administrowane – zgodnie z definicją EBC – dotyczą towarów i usług, których ceny finalne określone są w pełni lub w znacznym stopniu przez instytucje rządowe, samorządowe i regulatorów. Ceny administrowane uwzględnione we wskaźniku CPI w Polsce obejmują m.in. czynsze mieszkaniowe, zaopatrywanie w wodę, usługi kanalizacyjne, energię elektryczną, energię ciepłą, transport pasażerski szynowy i mieszany, usługi pocztowe. Natomiast pozostałe ceny nierynkowe to ceny regulowane, np. ceny leków refundowanych, opłaty za przedszkola.

¹² 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 oraz wag koszyka CPI.

2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrosły w IV kw. 2011 r. o 8,6% r/r, wobec 7,0% r/r i 6,9% r/r odpowiednio w III i II kw. 2011 r.¹³ Przyspieszenie rocznej dynamiki PPI wynikało ze wzrostu dynamiki cen w przetwórstwie przemysłowym, przy spadku dynamiki cen w pozostałych sekcjach przemysłu. Wyższa dynamika cen w przetwórstwie przemysłowym była głównie efektem deprecjacji złotego i związanego z tym wzrostu cen ropy naftowej wyrażonych w złotych, mimo ich pewnego obniżenia na rynkach światowych w tym okresie.

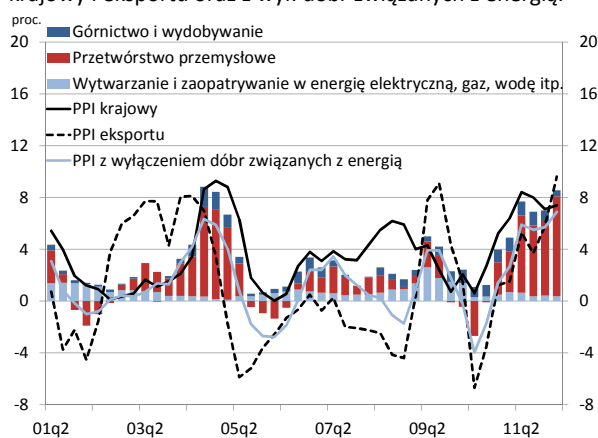
W IV kw. ub.r. dynamika cen producenta na rynku krajowym wzrosła do 7,4% r/r (z 7,1% r/r w poprzednim kwartale), a na rynku dóbr eksportowanych do 9,6% r/r (z 5,9% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.6).

2.1.4. Ceny importu

W III kw. 2011 r. roczna dynamika cen towarów importowanych wyrażonych w złotych nadal kształtowała się na wysokim, choć nieco niższym niż w poprzednim kwartale poziomie (6,8% wobec 7,5%). Jednocześnie, szybciej niż w poprzednim kwartale, rosły ceny importowanych surowców energetycznych, w tym przede wszystkim ropy naftowej (Wykres 2.7). Jak wynika ze wstępnych danych o rachunkach narodowych, dynamika cen importowanych w IV kw. 2011 r. istotnie wzrosła. Do wzrostu cen importu przyczyniła się deprecjacja złotego (w III kw. 2011 r. nominalny efektywny kurs złotego był o 3,4% słabszy niż rok wcześniej, a w IV kw. 2011 r. – odpowiednio o 12,4%).

Wykres 2.6

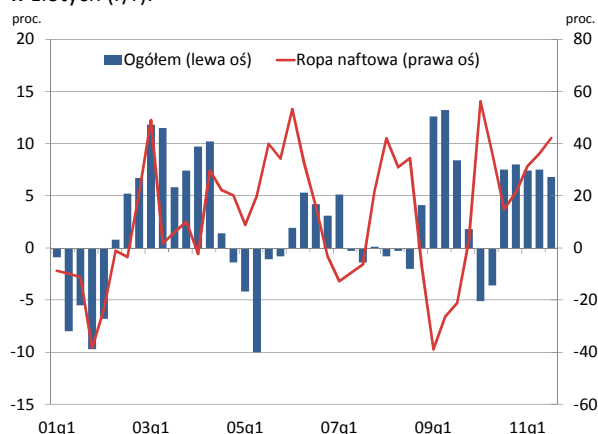
Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu oraz z wył. dóbr związanych z energią.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.7

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



Źródło: Dane GUS.

¹³ W styczniu 2012 r. PPI obniżył się do 8,0% r/r wobec 8,2% r/r w poprzednim miesiącu, głównie wskutek wolniejszego tempa wzrostu cen w przetwórstwie przemysłowym.

2.1.5. Oczekiwania inflacyjne

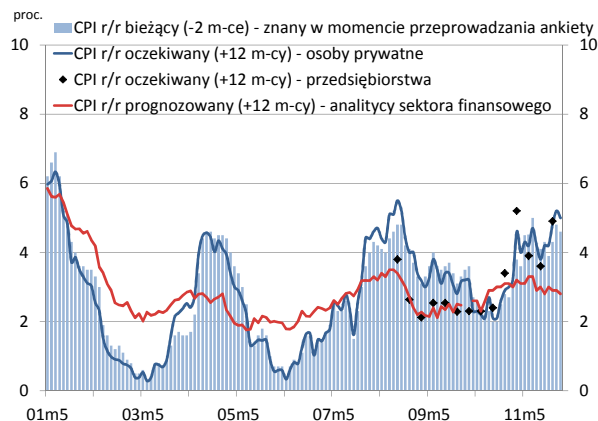
Prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku, po wzroście do 3,3% w czerwcu-lipcu 2011 r., do lutego 2012 r. obniżyły się do 2,8% (Wykres 2.8). Począwszy od listopada ub.r. analitycy sektora finansowego ankietowani przez firmę Reuters prognozują dodatkowo średnioroczną inflację w roku następnym i za dwa lata. W okresie listopad ub.r. - luty br. ich prognozy na 2012 r. wzrosły z 3,0% do 3,6%, a na 2013 r. z 2,6% do 2,8%. W lutym br. analitycy prognozowali inflację średnioroczną w 2014 r. na poziomie 2,7%.

Na podobne oczekiwania dotyczące inflacji w latach 2012-2013 wskazują też wyniki opublikowanej po raz pierwszy w styczniu br. nowej Ankiety Makroekonomicznej przeprowadzanej przez NBP wśród zewnętrznych ekspertów (por. Ramka 3 *Oczekiwania inflacyjne profesjonalnych prognostów według Ankiety Makroekonomicznej NBP*).

Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, która w okresie maj-listopad 2011 r. utrzymywała się (z wyjątkiem września) na poziomie nieco powyżej 4,0% r/r, w okresie grudzień 2011 r.-luty 2012 r. wzrosła do 5,0%. Wzrost tych oczekiwań był większy niż wzrost bieżącej inflacji. Wynikało to prawdopodobnie z tego, że relatywnie duży wpływ na opinie osób prywatnych na temat zmian poziomu cen miał równoczesny istotny wzrost cen niektórych kategorii towarów i usług często kupowanych (np. żywności, paliw, energii). Na te kategorie osoby prywatne zwracają stosunkowo większą uwagę, co potwierdzają wyniki badań ankietowych przeprowadzonych na zlecenie NBP w październiku 2011 r. Wyniki badań wskazały również, że w warunkach wzrostu cen konsumenci preferują żyć oszczędniej i więcej pracować niż żądać podwyżek płac. Sugeruje to, że ryzyko nasilenia presji płacowej ze względu

Wykres 2.8

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



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, NBP.

Dla osób prywatnych i przedsiębiorstw – miara zobiektywizowana.

na wzrost postrzeganej i oczekiwanej inflacji jest ograniczone.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy (miara zobiektywizowana), po spadku w II i III kw. 2011 r. do 3,6%, w IV kw. 2011 r. wzrosły do 4,9%. Wzrost ten wynikał przede wszystkim z pogorszenia struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe.

Ramka 3. Oczekiwania inflacyjne profesjonalnych prognostów według Ankiety Makroekonomicznej NBP

W styczniu 2012 r. NBP po raz pierwszy opublikował wyniki *Ankiety Makroekonomicznej NBP*¹⁴, adresowanej do różnych grup profesjonalnych prognostów: analityków sektora finansowego, przedstawicieli uczelni i instytutów naukowych oraz ekspertów organizacji pracowników i pracodawców. Łącznie bierze w niej udział 25 osób¹⁵. Badania ankietowe będą przeprowadzane z częstotliwością kwartalną: w marcu, czerwcu, wrześniu i grudniu.

Główne pytania ankiety dotyczą probabilistycznych prognoz inflacji CPI i dynamiki PKB w następujących horyzontach: krótkim (bieżący rok), średnim (2 kolejne lata następujące po bieżącym roku) i długim (średnia w najbliższych 5 latach). Uczestniczący w ankiecie eksperci proszeni są o rozważenie możliwych scenariuszy rozwoju sytuacji gospodarczej i podanie dla każdego wskaźnika punktowej prognozy centralnej oraz zakresu jego możliwych wartości. Prognozie centralnej nadaje się interpretację mediany rozkładu prawdopodobieństwa opisującego stopień przekonania eksperta odnośnie do możliwych wartości danego wskaźnika. Natomiast zakres to przedział, któremu ekspert przypisuje prawdopodobieństwo realizacji 0,9 (dolna granica jest 5-tym, a górna 95-tym centylem rozkładu prawdopodobieństwa).

Podstawowym sposobem prezentacji wyników ankiety są wykresy punktowe, pokazujące prognozy centralne (mediany) i niepewność, której miarą jest szerokość podanego przez eksperta zakresu możliwych wartości (rozstęp kwantylowy). Dodatkowo przedstawiane są prognozy zagregowane, będące wynikiem uśrednienia indywidualnych rozkładów prawdopodobieństwa.

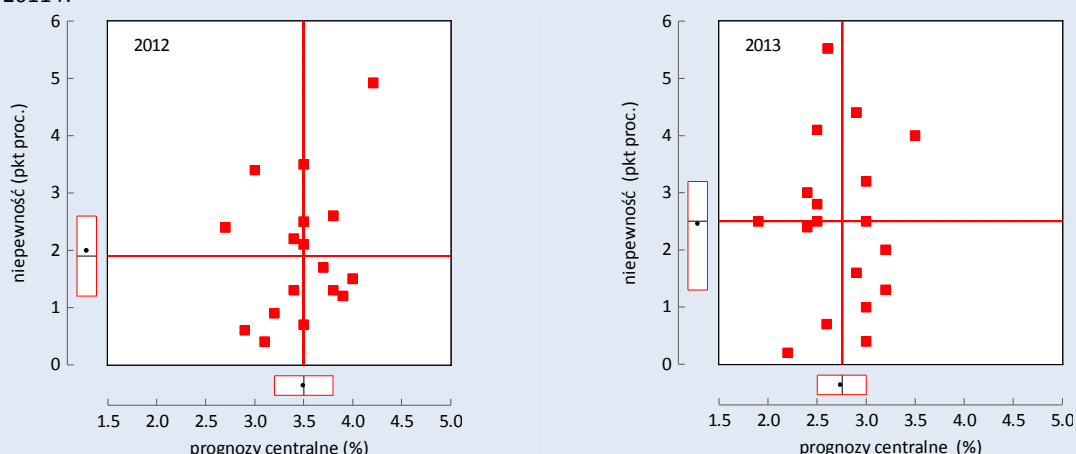
Jak wynika z analizy odpowiedzi udzielonych w ankiecie przeprowadzonej w grudniu 2011 r. na pytanie dotyczące kształtowania się wskaźnika CPI w latach 2012 i 2013, zgodność punktowych prognoz centralnych jest dosyć duża: prognozy połowy ankietowanych zawierają się w przedziale 3,2-3,8% dla 2012 r. i 2,5-3,0% dla 2013 r. Wiele prognostów wskazuje jednak równocześnie na dużą niepewność przy formułowaniu punktowych prognoz centralnych i dopuszcza możliwość realizacji scenariuszy prowadzących do wartości znacznie się od nich różniących (Wykresy R.3.1). Wyniki agregacji przedziałowych prognoz indywidualnych zawiera Tabela R.3.1.

¹⁴ Więcej informacji nt. ankiety, w tym m.in. bardziej szczegółowe omówienie jej wyników oraz stosowanej metodyki – por: <http://amakro.nbp.pl>

¹⁵ W ankiecie przeprowadzonej w grudniu 2011 r. uczestniczyło 18 prognostów.

Wykres R.3.1

Indywidualne prognozy centralne CPI na lata 2012 (lewy panel) i 2013 (prawy panel) oraz towarzysząca im niepewność, runda z grudnia 2011 r.



Każdy punkt na wykresie odpowiada indywidualnej prognozie. Wartość podanej przez eksperta prognozy centralnej jest pokazana na osi poziomej. Z kolei na osi pionowej jest przedstawiona niepewność, której miarę stanowi szerokość podanego przez eksperta zakresu możliwych wartości. Przy pomocy prostokątów zaznaczonych wzdłuż osi wykresu prezentowane są informacje dotyczące zbioru prognoz indywidualnych. Prostokąty te wyznaczają przedziały wartości zmiennych prezentowanych na osiach, w których znajduje się 50% środkowych wartości. Znaczniki wewnątrz prostokątów pokazują medianę (kreska) i średnią (kropka).

Tabela R.3.1

Prognozy inflacji CPI otrzymane w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych, runda z grudnia 2011 r. (w %).

Horyzont	Mediana	50% przedział prawdopodobieństwa	90% przedział prawdopodobieństwa	Prawdopodobieństwo przedziału 1,5-3,5%
2011	4,3	4,2-4,3	3,3-4,5	7%
2012	3,4	3,0-4,1	1,9-5,3	49%
2013	2,8	2,2-3,4	1,0-4,9	68%
2011-2015	3,1	2,6-3,7	1,6-5,0	64%
2014-2015*	2,6	x	x	x

* średniorocznie, wartość implikowana – szacunek NBP na podstawie wyników Ankiety Makroekonomicznej NBP

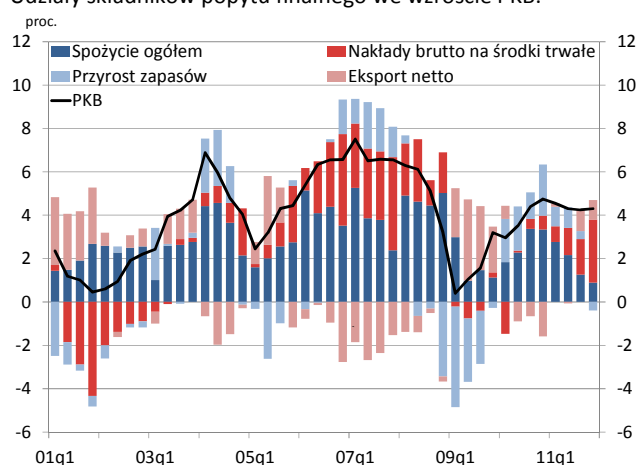
2.2. Popyt i produkcja

W II połowie ub.r. tempo wzrostu PKB utrzymało się na relatywnie wysokim poziomie. Dynamika PKB wyniosła 4,2% r/r w III kw. i 4,3% r/r w IV kw. wobec 4,3% r/r w II kw. 2011 r. ub.r. (Wykres 2.9, Tabela 2.2). Zgodnie z szacunkami NBP, w ujęciu kwartalnym tempo wzrostu PKB w IV kw. 2011 r. utrzymało się na poziomie zbliżonym do poprzednich kwartałów i wyniosło 1,2% kw/kw w IV kw. 2011 r. wobec 1,2% kw/kw w III kw. 2011 r. i 1,1% kw/kw w II kw. 2011 r. po wyeliminowaniu wahań sezonowych.

W porównaniu z poprzednimi kwartałami w II połowie roku spowolnił wzrost popytu krajowego, który wyniósł 3,3% r/r w IV kw. 2011 r. i 3,2% r/r w

Wykres 2.9

Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

III kw. 2011 r. wobec 4,3% r/r w II kw. 2011 r. W kierunku wzrostu dynamiki popytu krajowego oddziaływało dalsze przyspieszenie dynamiki inwestycji, natomiast w kierunku jej obniżenia – niższy niż w poprzednich kwartałach wzrost konsumpcji oraz ujemny w IV kw. 2011 r. wkład zmiany zapasów.

Dynamika spożycia indywidualnego w II połowie 2011 r. obniżała się, zaś spożycie publiczne w ujęciu rocznym spadło i jego dynamika wyniosła -0,8% r/r w IV kw. i -3,1% r/r w III kw. ub.r. wobec -0,6% w II kw. 2011 r. Spadek spożycia publicznego mógł być związany z niską dynamiką wydatków na zużycie pośrednie sektora finansów publicznych.

W II połowie 2011 r. przyspieszył wzrost inwestycji. Jednocześnie firmy przestały odbudowywać zapasy, wskutek czego wkład tej kategorii do wzrostu PKB był bliski zera.

Według danych o rachunkach narodowych, w II połowie ub.r. nieco wzrosła dynamika eksportu (do 7,8% r/r wobec 6,7% r/r w I połowie 2011 r.), podczas gdy tempo wzrostu importu spowolniło (do 5,3% r/r w II połowie 2011 r. wobec 6,5% r/r w I połowie 2011 r.). Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w II połowie 2011 r. był dodatni i wyniósł 0,9 pkt. proc.

2.2.1. Popyt konsumpcyjny

W II połowie ub.r. tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego ponownie się obniżyło. Dynamika spożycia indywidualnego wyniosła 2,0% r/r w IV kw. 2011 r. (wobec 3,0% r/r w III kw. 2011 r. i 3,6 % r/r w II kw. ub.r.; Wykres 2.10)¹⁶. Według szacunków NBP w ujęciu kwartalnym tempo wzrostu spożycia indywidualnego (po wyeliminowaniu wahań sezonowych) wyniosło w IV kw. 2011 r. 0,5% kw/kw wobec 0,5% kw/kw w III kw. 2011 r. i 0,6% kw/kw w II kw. 2011 r.

Tabela 2.2

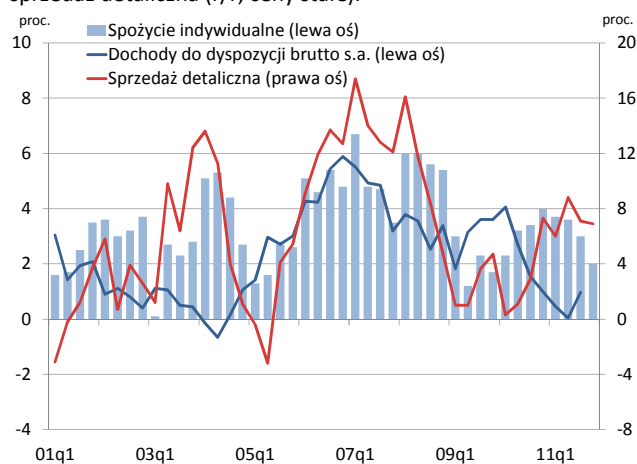
Tempo wzrostu PKB

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

Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.10

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

¹⁶ Dane o spożyciu indywidualnym w IV kw. 2011 r. stanowią szacunki NBP na podstawie opublikowanego przez GUS wstępnego szacunku PKB w 2011 r.

Na osłabienie popytu konsumpcyjnego w III kw. 2011 r. wpływało nadal niskie tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych¹⁷. Do utrzymania na niskim poziomie realnej dynamiki dochodów do dyspozycji w tym okresie przyczynił się niski wzrost dochodów z pracy najemnej, który był związany z obniżoną dynamiką zatrudnienia, spadek transferów i podwyższona inflacja¹⁸. W kierunku wyższego wzrostu dochodów do dyspozycji oddziaływał zaś przede wszystkim silniejszy niż w poprzednim roku wzrost nadwyżki operacyjnej brutto, co może wskazywać na pewną poprawę sytuacji finansowej w grupie osób fizycznych prowadzących działalność na własny rachunek w III kw. 2011 r.

Na dalsze obniżenie tempa wzrostu spożycia indywidualnego w IV kw. wpłynęło stopniowe pogarszanie się sytuacji na rynku pracy w tym okresie (spadek dynamiki zatrudnienia oraz obniżenie dynamiki wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw)¹⁹.

Ponadto, do osłabienia wzrostu popytu konsumpcyjnego w II połowie 2011 r. przyczyniała się deprecjacja złotego zwiększająca złotową wartość wcześniej zaciągniętych kredytów walutowych (por. Ramka 2 *Wpływ deprecjacji złotego wobec franka szwajcarskiego na wydatki, obciążenie kredytowe oraz spożycie gospodarstw domowych*, Raport o Inflacji, listopad 2011) oraz obniżenie dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych. Spowolnienie konsumpcji prywatnej mogło wynikać także z pogorszenia oczekiwań gospodarstw domowych dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej widoczne w niskim poziomie wskaźników koniunktury konsumenckiej (Wykres 2.11).

¹⁷ Dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz ich składowe są oczyszczone z wpływu czynników o charakterze sezonowym.

¹⁸ 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.

¹⁹ Ze względu na brak pełnej informacji o dochodach do dyspozycji w IV kw. ub.r., powyższy opis bazuje na danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw.

Spowolnienie wzrostu spożycia indywidualnego miało miejsce pomimo wciąż relatywnie szybkiego wzrostu sprzedaży detalicznej, co może wskazywać na pogorszenie sytuacji w sektorze usług świadczonych na rzecz gospodarstw domowych. Dynamika sprzedaży detalicznej wyniosła 6,9% r/r w IV kw. i 7,1% r/r w III kw. ub.r. W styczniu br. utrzymała się również na wysokim poziomie. Spośród kategorii produktów sprzedaż rosta w większości grup, jedynie sprzedaż pojazdów samochodowych i motocykli silnie spadła w ostatnich miesiącach ub.r., co związane było z wystąpieniem efektu bazy²⁰.

2.2.2. Popyt inwestycyjny

Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła w IV kw. 2011 r. 10,3% r/r (wobec 8,5% r/r w III kw. 2011 r.), zaś wzrost kwartalny, zgodnie z szacunkami NBP, wyniósł 3,2% kw/kw (wobec 2,4% kw/kw w III kw. 2011 r.)²¹.

Istotne znaczenie dla wzrostu nakładów inwestycyjnych w gospodarce miał wciąż silny wzrost inwestycji publicznych, który w III i IV kw. wyniósł odpowiednio 15,1% r/r oraz 16,2% r/r (Wykres 2.12). Równocześnie rosło tempo wzrostu inwestycji mieszkaniowych – do 7,4 r/r w IV kw. 2011 r. (wobec 7,1% r/r w III kw. 2011 r.). Korzystna sytuacja finansowa przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3. *Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw*) oraz wcześniejszy wzrost wykorzystania mocy produkcyjnych sprzyjały przyspieszeniu wzrostu inwestycji przedsiębiorstw. Dostępne dane za III kw. 2011 r. wskazują na przyspieszenie nakładów inwestycyjnych dużych i średnich przedsiębiorstw do 16,9% r/r (z 13,8% r/r w II kw. 2011 r.).

Dane za III kw. 2011 r. wskazują, iż przedsiębiorstwa istotnie zwiększyły nakłady na

Wykres 2.11

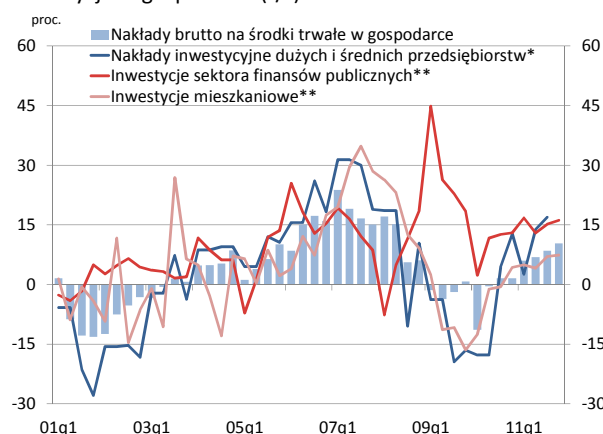
Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

Wykres 2.12

Inwestycje w gospodarce (r/r).



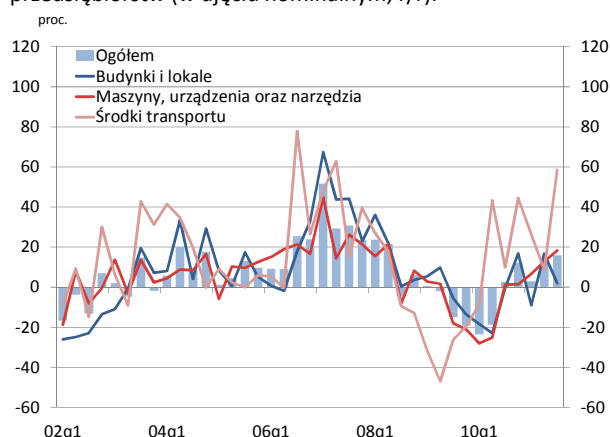
Źródło: Dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

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

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

Wykres 2.13

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁰ Efekt ten związany jest z przesunięciem części wydatków na koniec 2010 r. ze względu na podwyżkę stawek VAT na początku 2011 r. i zniesieniem w tym okresie odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową. Efekt bazy był także widoczny w silnym wzroście tej kategorii sprzedaży w styczniu 2012 r.

²¹ Szacunki dotyczące IV kw. są oparte na wstępnych danych GUS o PKB w całym 2011 r.

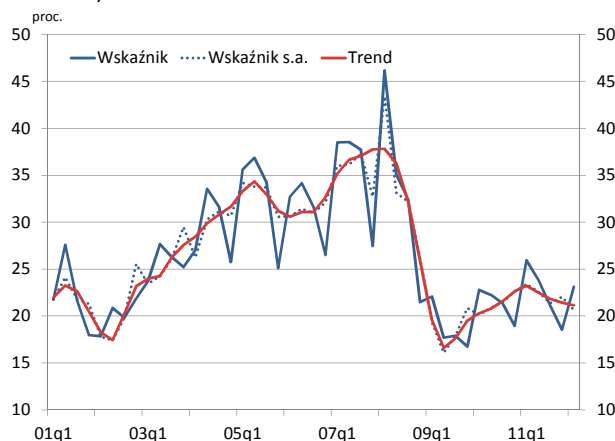
maszyny, urządzenia i narzędzia (o 18,3% r/r) i ta kategoria wydatków inwestycyjnych w największym stopniu przyczyniała się do wzrostu inwestycji dużych i średnich przedsiębiorstw. Równocześnie w III kw. 2011 r. istotnie wzrosły inwestycje przedsiębiorstw w środki transportu (o 58,5% r/r), co wynikało ze znaczącego wzrostu zakupów publicznych firm transportowych. W najmniejszym stopniu przedsiębiorstwa zwiększały nakłady inwestycyjne na budynki i lokale (wzrost o 2,0% r/r; Wykres 2.13).

Jednocześnie jednak badania koniunktury NBP wskazują na możliwość pewnego osłabienia tempa wzrostu inwestycji na początku br.²² Odsetek firm planujących nowe przedsięwzięcia inwestycyjne w I kw. br. zmniejszył się do 20,6% (z 22,0% w poprzednim kwartale; dane odsezonowane) i w dalszym ciągu znajduje się poniżej długoletniej średniej (Wykres 2.14). Osłabienie aktywności inwestycyjnej może wynikać z obaw przedsiębiorstw dotyczących kształtowania się koniunktury w przyszłości, na co w badaniach koniunktury NBP wskazuje słabnący oczekiwany wzrost popytu, zamówień oraz produkcji, przy jednoczesnym pewnym obniżeniu się wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.15).

Spadek dynamiki inwestycji w najbliższym okresie może być jednak ograniczony, ponieważ obniżenie wskaźnika planowanych nakładów inwestycyjnych dotyczyło głównie małych i średnich przedsiębiorstw, przy jedynie niewielkim spadku wskaźnika wśród przedsiębiorstw dużych, w których nakłady inwestycyjne są skoncentrowane. Co więcej, badania koniunktury NBP wskazują, iż w grupie dużych przedsiębiorstw odsetek planowanych w 2012 r. inwestycji w powiększenie mocy wytwórczych, tj. wymagających wyższych nakładów finansowych niż pozostałe kategorie inwestycji, wzrósł względem 2011 r.

Wykres 2.14

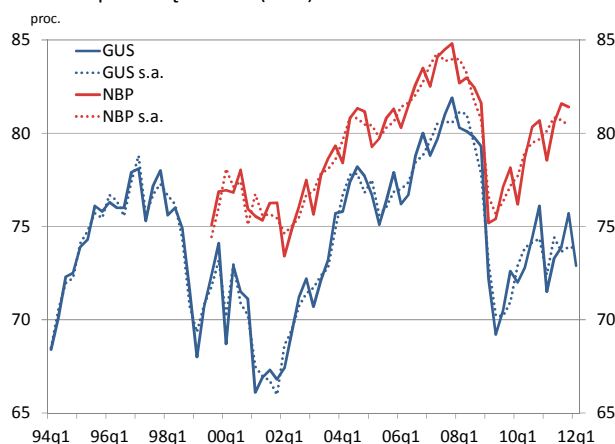
Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

Wykres 2.15

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.

²² Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2012, NBP.

2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

W 2011 r. nastąpiło wyraźne zmniejszenie deficytu w finansach publicznych. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszył się z 7,8% PKB w 2010 r. do poziomu prawdopodobnie niższego niż 5,6% PKB, założonego w jesiennej notyfikacji fiskalnej. Do tej poprawy przyczynił się szereg działań ograniczających deficyt zawartych w *Ustawie budżetowej na rok 2011*, relatywnie wysoki wzrost PKB i funduszu płac oraz uchwalone w marcu ub.r. obniżenie wymiaru składki trafiającej do otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Państwowy dług publiczny w relacji do PKB (według metodologii krajowej) uległ niewielkiemu zwiększeniu do poziomu 53,8% PKB²³ na koniec 2011 r.

Deficyt budżetu państwa w 2011 r. wyniósł ok. 25 mld zł, a zatem był znacznie niższy od limitu z ustawy budżetowej wynoszącego 40,2 mld zł. Niższy niż założono w budżecie deficyt wynikał głównie z mniejszych od zaplanowanych wydatków budżetu państwa, przy nieco wyższych niż zaplanowano dochodach niepodatkowych²⁴. Natomiast dochody podatkowe budżetu państwa, pomimo wyższej od zakładanej inflacji, a także nieco wyższego od oczekiwanego tempa wzrostu realnego PKB, były zbliżone do założonych w budżecie.

Według wstępnych danych opublikowanych przez Ministerstwo Finansów²⁵, jednostki samorządu terytorialnego zanotowały w 2011 r. deficyt w wysokości 10,2 mld zł, wobec deficytu 15,0 mld zł w 2010 r. Do ograniczenia deficytu przyczyniło się przede wszystkim niskie tempo wzrostu wydatków, które wyniosło zaledwie 2,4%.

²³ Zgodnie z informacją Ministerstwa Finansów przedstawioną w raporcie *Finanse publiczne w Polsce w okresie kryzysu* z 22.02.2012.

²⁴ Dochody z tytułu wpłaty z zysku NBP były o 4,5 mld zł wyższe od założonych, zaś wpływy z tytułu dywidend od przedsiębiorstw państwowych o 2,4 mld zł. Pozwoliło to na przekroczenie ustawowego planu dochodów pomimo braku planowanych wpłat z tytułu sprzedaży akcji PKO BP przez BGK (ok. 4,9 mld zł).

²⁵ Dane opublikowane na stronie internetowej Ministerstwa Finansów 15 lutego br.

W 2011 r. poprawiła się także sytuacja finansowa niektórych głównych funduszy celowych²⁶. Fundusz Pracy osiągnął nadwyżkę finansową, wobec deficytu w wysokości 1,3 mld zł w 2010 r., co wynikało przede wszystkim z ograniczenia wydatków na aktywne formy przeciwdziałania bezrobociu. Poprawa wyniku jest także prawdopodobna w Narodowym Funduszu Zdrowia, który w 2010 r. odnotował deficyt w wysokości 1,3 mld zł. Natomiast deficyt Funduszu Ubezpieczeń Społecznych utrzymał się na poziomie zbliżonym do 2010 r. – FUS nadal korzystał ze środków Funduszu Rezerwy Demograficznej (4,0 mld zł) oraz ponownie zwiększył stan zadłużenia z tytułu pożyczek z budżetu państwa i systemu bankowego.

W 2012 r. można oczekiwać kontynuacji procesu ograniczania deficytu sektora finansów publicznych. Do zwiększenia dochodów przyczynią się m.in. podwyżki składki rentowej, akcyzy i innych podatków oraz wprowadzenie nowego podatku od kopalin. Natomiast w kierunku ograniczenia dynamiki wydatków publicznych oddziaływać będzie tymczasowa reguła wydatkowa w budżecie państwa oraz reguły fiskalne na szczeblu samorządowym. Ponadto, w br. uwidoczni się pełny efekt obniżenia składki trafiającej do OFE, które weszło w życie od maja ub.r. Prognozy rządu przewidują, że te oraz inne działania powinny pozwolić na ograniczenie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2012 r. do poziomu 2,97% PKB.²⁷ Szczegółowa ocena Rady Polityki Pieniężnej projektu *Ustawy budżetowej na rok 2012* znajduje się w *Opinii do projektu Ustawy budżetowej na rok 2012*.

²⁶ Informacja o wynikach głównych funduszy celowych będzie znana w maju, w związku z tym w Raporcie wykorzystano wstępne dane.

²⁷ Zgodnie z listem Ministra Finansów do Komisarza europejskiego ds. gospodarczych i walutowych z 21 grudnia 2011 r.

2.2.4. Eksport i import

W II połowie 2011 r. miało miejsce dalsze spowolnienie w polskim handlu zagranicznym w relacji do I połowy roku²⁸. Dynamika polskiego eksportu dóbr (Wykres 2.16) wyniosła 10,1% r/r wobec wzrostu o 15,6% r/r w I połowie ub.r. Zdecydowanie silniej obniżyła się dynamika importu – do 6,5% r/r z 18,6% r/r. Spowolnienie było szczególnie widoczne w IV kw. ub.r., kiedy eksport i import wzrosły jedynie o odpowiednio 6,8% r/r i 2,5% r/r.

Spowolnienie zarówno eksportu, jak i importu, było wynikiem przede wszystkim obniżenia się obrotu dobrami pośrednimi w IV kw. ub.r., które wynikało ze spadku popytu importowego w strefie euro i jej otoczeniu (Wykres 2.17). W IV kw. 2011 r. eksport dóbr pośrednich zwiększył się o 7,9% r/r, a import o zaledwie 2,7% r/r wobec wzrostu o odpowiednio 20,7% r/r i 18,3% r/r w pierwszym półroczu 2011 r.

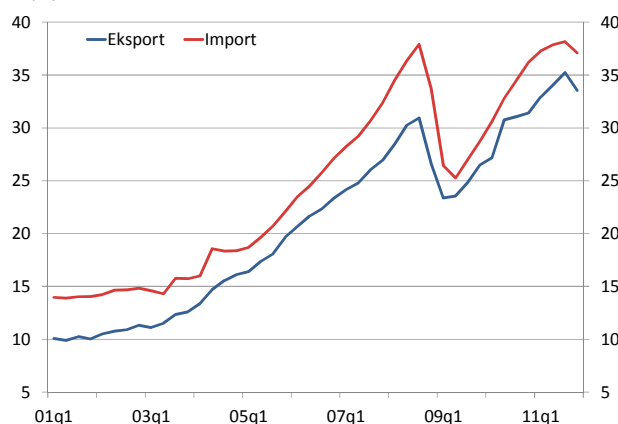
Oslabienie popytu importowego krajów strefy euro na polskie produkty znalazło odzwierciedlenie także w silnym spowolnieniu wzrostu eksportu dóbr konsumpcyjnych, w tym zwłaszcza dóbr trwałego użytku. W II połowie ub.r. eksport dóbr konsumpcyjnych росł niemal o połowę wolniej niż w I półroczu tego roku.

Z kolei w odniesieniu do importu, to obok silnego obniżenia wzrostu importu dóbr pośrednich, do osłabienia dynamiki importu mogło przyczynić się także obniżenie dynamiki konsumpcji prywatnej w kraju, a także silny wzrost cen importu pod koniec III kw. i w IV kw. 2011 r. spowodowany deprecjacją złotego. W II połowie roku przywóz dóbr konsumpcyjnych obniżył się o 0,9% r/r wobec wzrostu o 11,1% r/r w I półroczu ub.r.

Zarówno w III, jak i w IV kw. 2011 r., nastąpiła istotna deprecjacja realnego i nominalnego

Wykres 2.16

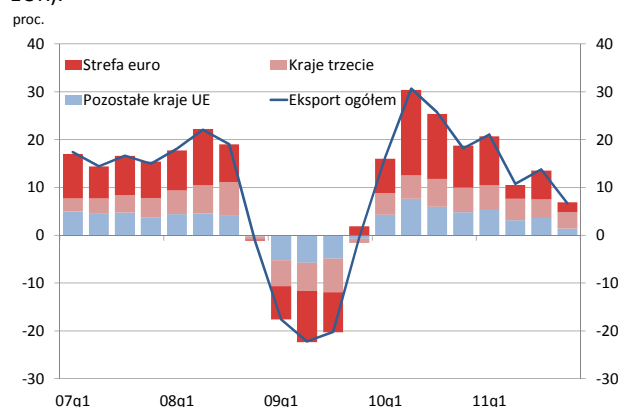
Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (w mld EUR).



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

Wykres 2.17

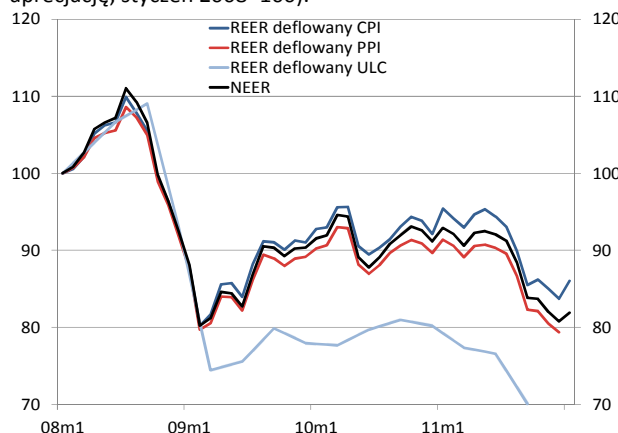
Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu (w mld EUR).



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wykres 2.18

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Eurostatu, OECD, Reuters.

²⁸ Informacje o wartości polskiego eksportu i importu nie pochodzą z rachunków narodowych, lecz odnoszą się do danych GUS (w EUR) po usunięciu czynników sezonowych.

efektywnego kursu złotego (Wykres 2.18), co sprzyjało utrzymaniu konkurencyjności cenowej polskiej produkcji. W styczniu br. efektywny kurs złotego umocnił się, pozostając jednak znacząco słabszy względem poziomu z I połowy ub.r., tj. zanim nastąpiła jego wyraźna deprecjacja.

Badania koniunktury NBP również wskazują, że obserwowane zmiany kursu przekładały się na wzrost opłacalności eksportu. W III i IV kw. 2011 r. kurs złotego był wyraźnie słabszy od deklarowanego przez przedsiębiorstwa granicznego kursu opłacalności eksportu (Wykres 2.19).

2.2.5. Produkcja

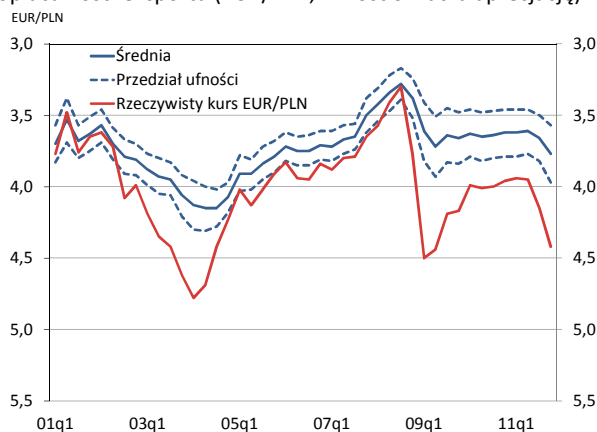
W II połowie 2011 r. wszystkie główne sektory produkcji wniosły dodatnie wkłady do wzrostu wartości dodanej brutto (Wykres 2.19), do czego przyczyniły się utrzymujące się wysokie dynamiki produkcji w przemyśle i budownictwie oraz stabilny, choć malejący, wzrost wartości dodanej w usługach²⁹.

Jednocześnie, w ostatnich miesiącach istotnie rosnącej produkcji sprzedanej przemysłu towarzyszyło ponowne pogorszenie się danych dotyczących portfela zamówień w tym sektorze, które wskazują na możliwe hamowanie tendencji wzrostowych w przyszłości (Wykres 2.21). W omawianym okresie na relatywnie niskim poziomie utrzymywał się wskaźnik PMI, choć wzrósł on w styczniu br.

Również dane dotyczące budownictwa mogą świadczyć o utrzymaniu dobrej koniunktury, któremu towarzyszą jednak słabnące prognozy na przyszłość. Roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej istotnie wzrosła w styczniu br., zaś dynamika portfela zamówień systematycznie spadała od lipca 2011 r. (Wykres 2.22). Utrzymujący się wysoki wzrost produkcji

Wykres 2.19

Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu (EUR/PLN; wzrost oznacza aprecjację).

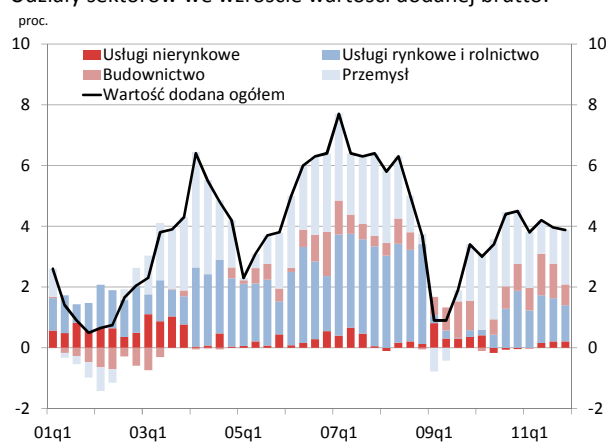


Źródło: Dane i szacunki NBP.

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

Wykres 2.20

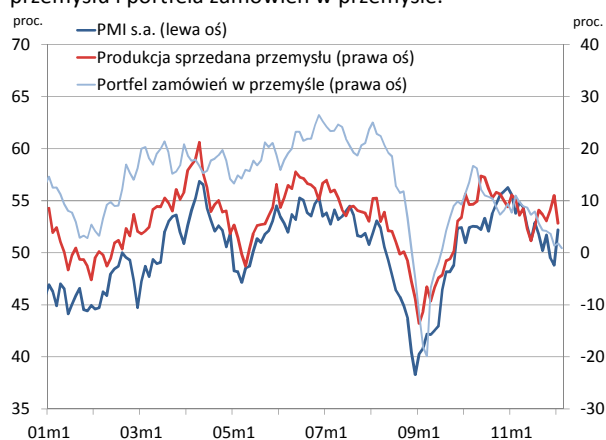
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.21

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



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

²⁹ Informacje o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfelu zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu czynników sezonowych.

budowlano-montażowej jest związany ze znacznymi inwestycjami sektora publicznego.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* utrzymały się tendencje wzrostowe także w sektorze usług rynkowych. Dynamika sprzedaży hurtowej (w ujęciu nominalnym) wzrosła do średnio 12,8% r/r w okresie październik 2011 r. – styczeń 2012 r., wobec 11,9% r/r w okresie lipiec-wrzesień ub.r. Nieznacznie przyspieszyło także tempo wzrostu sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem, które wyniosło (w ujęciu realnym) 14,5% r/r w styczniu br., wobec 8,0% r/r i 9,8% r/r w grudniu i listopadzie 2011 r. oraz 8,9% r/r w okresie lipiec-wrzesień ub.r. Jednocześnie, kontynuowany był relatywnie silny wzrost sprzedaży detalicznej (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*).

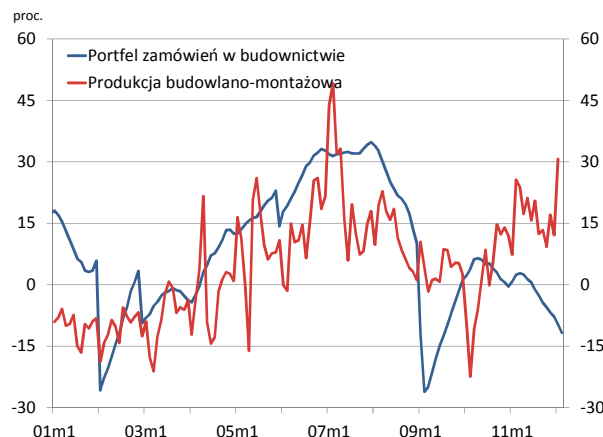
Kształtowanie się wyprzedzających wskaźników koniunktury GUS wskazuje na utrzymanie w ostatnich miesiącach gorszych ocen przedsiębiorstw dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej (Wykres 2.23). Większość wskaźników dotyczących prognoz sytuacji gospodarczej w poszczególnych sekcjach kształtuje się na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Wyjątkiem jest wzrost wskaźnika dla handlu detalicznego, który może być związany z utrzymującą się wysoką dynamiką sprzedaży detalicznej (por. rozdz. 2.2.2. *Popyt konsumpcyjny*).

2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

W III kw. 2011 r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozostała dobra, pomimo spadku wyniku finansowego wobec II kw. 2011 r. (Wykres 2.24). Wskaźniki rentowności i płynności pozostały relatywnie wysokie, przy czym szczególnie dobrą sytuacją płynnościową charakteryzują się duże przedsiębiorstwa oraz eksporterzy (Tabela 2.3). Dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw sprzyjała zwiększeniu działalności inwestycyjnej firm (por. rozdz. 2.2.3 *Popyt inwestycyjny*).

Wykres 2.22

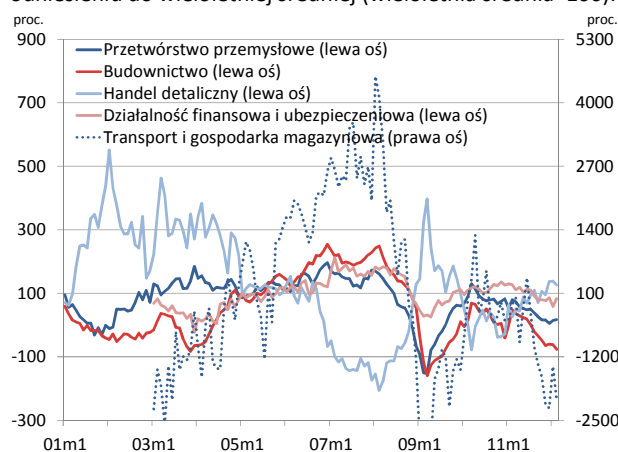
Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie.



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

Wykres 2.23

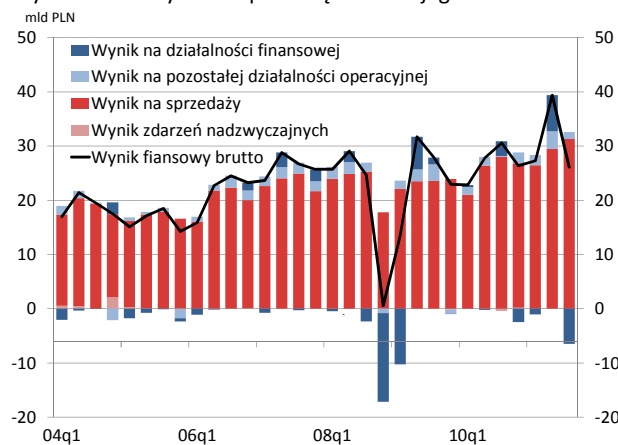
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach w odniesieniu do wieloletniej średniej (wieloletnia średnia=100).



Źródło: Badania koniunktury GUS.

Wykres 2.24

Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



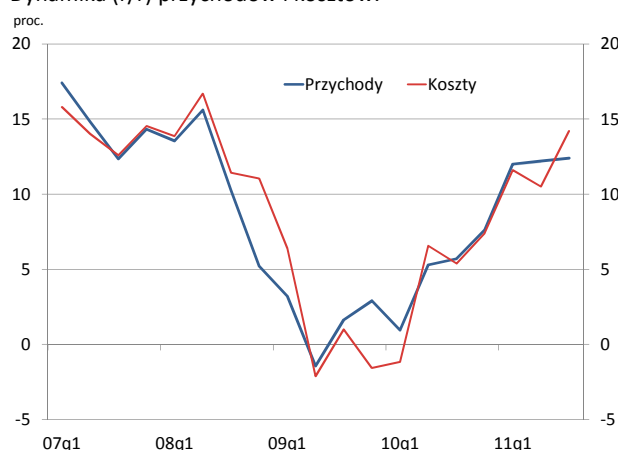
Źródło: Dane F-01/I-01 GUS. Obliczenia NBP.

Zgodnie z danymi GUS (ankieta F-01), w III kw. obniżył się wynik finansowy brutto firm, do czego przyczynił się ujemny wynik na działalności finansowej związany głównie z deprecjacją złotego. Dynamika przychodów pozostała na relatywnie wysokim poziomie, zaś tempo wzrostu kosztów wyraźnie przyspieszyło w III kw. ub.r. (Wykres 2.25). Jak wskazują badania koniunktury NBP, nominalny spadek zysków dotyczył szczególnie tych firm, które znacząco więcej importują niż eksportują oraz przedsiębiorstw zadłużonych w walutach obcych³⁰.

W III kw. 2011 r. obniżył się wskaźnik płynności I stopnia, pozostając jednak na relatywnie wysokim poziomie (Tabela 2.3). Zgodnie z badaniami koniunktury NBP, w III i IV kw. ub.r. w sektorze przedsiębiorstw widoczna była poprawa płynności oraz niewielka poprawa terminowości obsługi zadłużenia kredytowego i zadłużenia pozabankowego. Badania koniunktury wskazują także, że duże przedsiębiorstwa częściej deklarują terminową obsługę zobowiązań handlowych niż firmy z sektora MSP.

Wykres 2.25

Dynamika (r/r) przychodów i kosztów.



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

Tabela 2.3

Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2007	2008	2009	2010	2011		
					q1	q2	q3
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,6	5,0	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6
Wskaźnik rentowności obrotu netto	5,0	3,3	4,1	4,4	4,3	6,1	3,7
Wskaźnik poziomu kosztów	93,9	95,8	95,0	94,7	94,7	93,0	95,5

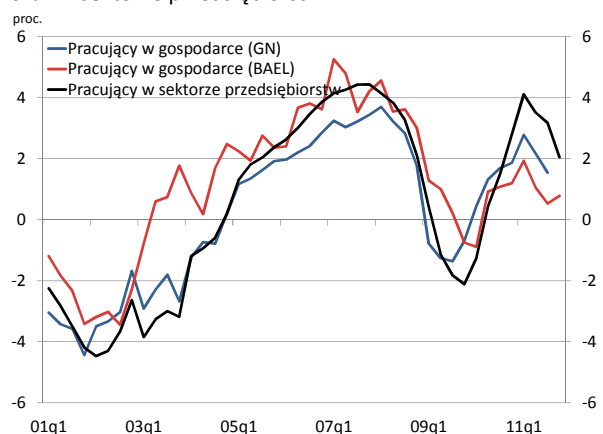
dane na koniec okresu

Wskaźnik płynności I stopnia	33,7	33,6	38,5	39,7	38,9	37,7	36,7
------------------------------	------	------	------	------	------	------	------

Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.26

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

2.4. Rynek pracy

2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie

W II połowie 2011 r. tempo wzrostu zatrudnienia w gospodarce pozostało na niskim poziomie, przy jednoczesnym spowolnieniu tempa wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (Wykres 2.26). Równocześnie, wzrostowi liczby aktywnych zawodowo towarzyszyło podwyższenie stopy bezrobocia BAEL.

³⁰ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2012, NBP.

Zgodnie z danymi BAEL, liczba pracujących, po spadku w III kw. 2011 r. o 0,1% kw/kw, w IV kw. 2011 r. wzrosła o 0,3 % kw/kw (po skorygowaniu o czynniki sezonowe; Wykres 2.26). Przyczynił się do tego wzrost liczby pracujących w sektorze prywatnym (o 0,4% kw/kw w IV kw. wobec -0,1% kw/kw w III kw. 2011), przy słabszym spadku liczby pracujących w sektorze publicznym (o -0,4% kw/kw w IV kw. wobec -0,9% kw/kw w III kw. 2011 r.).

W IV kw. 2011 r. obserwowany był wzrost liczby pracujących w przemyśle, który wyniósł 1,1% kw/kw (wobec spadku o 0,6% kw/kw w poprzednim kwartale, dane odsezonowane)³¹. Również w sektorze usług zatrudnienie wzrosło – o 0,4% kw/kw (wobec wzrostu o 0,2 kw/kw w III kw. 2011 r.). Ponownie spadło natomiast zatrudnienie w rolnictwie (w IV kw. o -0,7% kw/kw, wobec -0,8% kw/kw w III kw. 2011 r.).

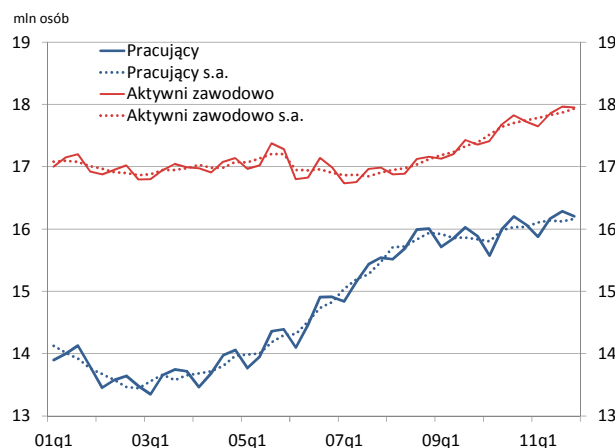
Z kolei dane dotyczące sektora przedsiębiorstw świadczą o spowolnieniu rocznego tempa wzrostu zatrudnienia w IV kw. ub.r. Równocześnie, w badaniach NBP³² wskaźniki koniunktury dotyczące zatrudnienia pogorszyły się, co może wskazywać na osłabienie popytu na pracę w I kw. 2012 r.

W IV kw. ub.r. utrzymał się rosnący trend liczby aktywnych zawodowo, obserwowany od 2007 r. Tempo wzrostu liczby aktywnych zawodowo było szybsze niż w III kw. 2011 r. (Wykres 2.27). Wzrost aktywności zawodowej dotyczył zarówno osób w wieku najwyższej aktywności zawodowej (25-44 lat), jak i osób w wieku przedemerytalnym, co było związane z wprowadzonymi w 2009 r. ograniczeniami dotyczącymi wcześniejszego przechodzenia na emeryturę.

Stopa bezrobocia BAEL w IV kw. 2011 r. wzrosła zarówno w ujęciu kwartalnym (o 0,2 pkt. proc.), jak

Wykres 2.27

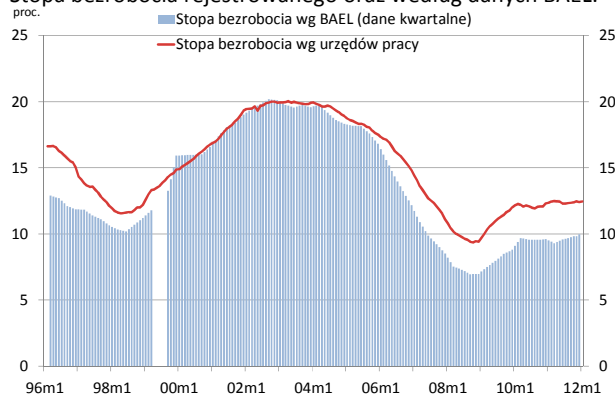
Pracujący oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.28

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.

³¹ Sektor przemysłowy w BAEL obejmuje przetwórstwo przemysłowe, górnictwo i wydobywanie, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych, dostawę wody, gospodarowanie ściekami i odpadami, działalność związaną z rekultywacją oraz budownictwo; por. *Aktywności ekonomiczna ludności Polski III kwartał 2011 r.*, GUS.

³² *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2012*, NBP.

i w ujęciu rocznym (o 0,4 pkt. proc.) i wyniosła 10,0% (dane odsezonowane; Wykres 2.28). Wzrost stopy bezrobocia w ujęciu rocznym wynikał przede wszystkim ze wzrostu podaży pracy, do czego oprócz wzrostu wskaźnika aktywności zawodowej przyczyniło się podwyższenie przez GUS w II kw. 2011 r. szacunków populacji BAEL³³ (Wykres 2.29). Wzrost stopy bezrobocia był zaś ograniczany przez wzrost zatrudnienia.

Równocześnie dane z urzędów pracy wskazują, że stopa bezrobocia rejestrowanego w IV kw. ub.r. oraz w styczniu br. utrzymywała się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w pierwszych trzech kwartałach 2011 r. (12,4-12,5%; Wykres 2.28; dane odsezonowane).

Szacunki NBP wskazują, że od publikacji poprzedniego *Raportu* osłabieniu popytu na nowych pracowników towarzyszy ograniczenie zwolnień pracowników już zatrudnionych. Obniżyło się zarówno prawdopodobieństwo znalezienia pracy, jak i prawdopodobieństwo utraty pracy.

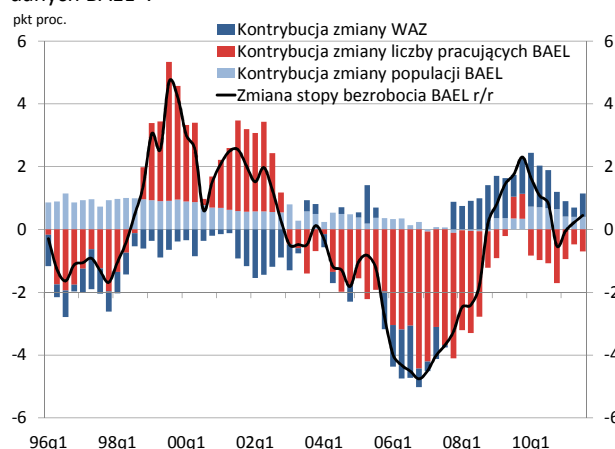
2.4.2. Płace i wydajność

Napływające dane wskazują, że zarówno nominalna dynamika wynagrodzeń w gospodarce, jak i nominalna dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostawały w ostatnim okresie umiarkowane. W warunkach podwyższonej inflacji, realny wzrost wynagrodzeń był niski.

W III kw. 2011 r. nominalne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw było wyższe niż w poprzednim kwartale (wyniosło odpowiednio 6,6% r/r i 6,1% r/r). Wzrost dynamiki wynikał jednak głównie z efektu statystycznego, który według szacunków

Wykres 2.29

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

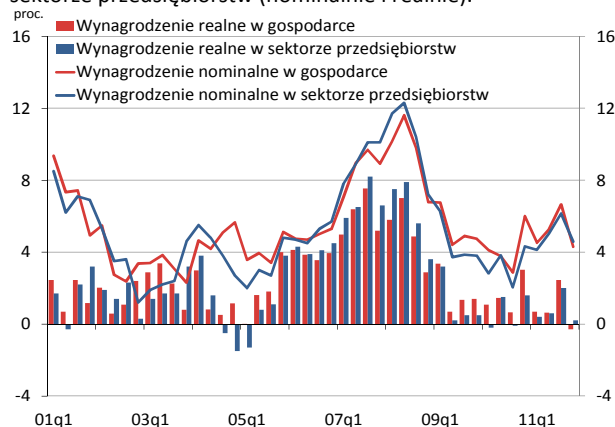


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.30

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³³ Na podstawie danych przedstawionych w publikacji GUS-u *Aktywność ekonomiczna ludności Polski III kwartał 2011 r.*, można wnioskować, iż wzrost populacji BAEL o ok. 100 tys. osób wynikał głównie z uwzględnienia w szacunkach migracji powrotnej.

NBP wpłynął na podwyższenie tempa wzrostu wynagrodzeń o ok. 1,0 pkt. proc.³⁴ (Wykres 2.30).

W IV kw. ub.r. dynamika wynagrodzeń nominalnych w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do odpowiednio 4,3 oraz 4,6%³⁵. W ujęciu realnym dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała do poziomu bliskiego zera (0,2% r/r), zaś realna dynamika wynagrodzeń w gospodarce była ujemna (-0,3% r/r). Badania koniunktury NBP wskazują, że – mimo podwyższonej inflacji – w IV kw. ub.r., blisko połowa ankietowanych przedsiębiorstw deklarowała brak presji płacowej ze strony pracowników. Równocześnie 43% przedsiębiorstw wskazało, iż naciski nie były większe niż zwykle. Dane te wskazują, iż mimo pewnego wzrostu w porównaniu z poprzednim kwartałem, w badaniach NBP presja płacowa utrzymuje się na niskim poziomie³⁶.

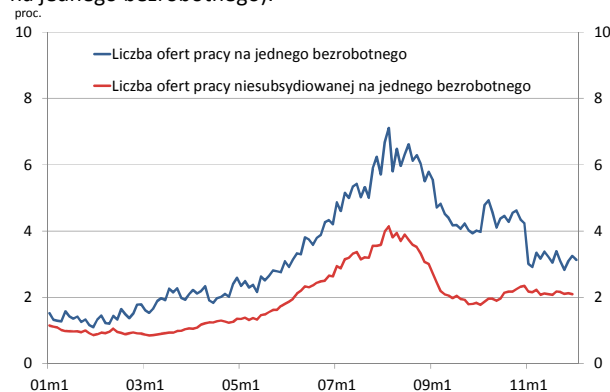
Od publikacji poprzedniego *Raportu* indeks napięć na rynku pracy (liczby ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego) był stabilny i również nie wskazuje na ryzyko nasilenia się presji płacowej (Wykres 2.31).

W IV kw. 2011 r. dynamika wydajności pracy w gospodarce – mimo pewnego spadku – utrzymała się na poziomie zbliżonym do obserwowanej średnio w pierwszych trzech kwartałach 2011 r. (Wykres 2.32). Z kolei dynamika jednostkowych kosztów pracy w IV kw. 2011 r. obniżyła się, co w znacznym stopniu było skutkiem niskiego rocznego wzrostu wynagrodzeń.

Począwszy od lipca 2011 r. roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle malała,

Wykres 2.31

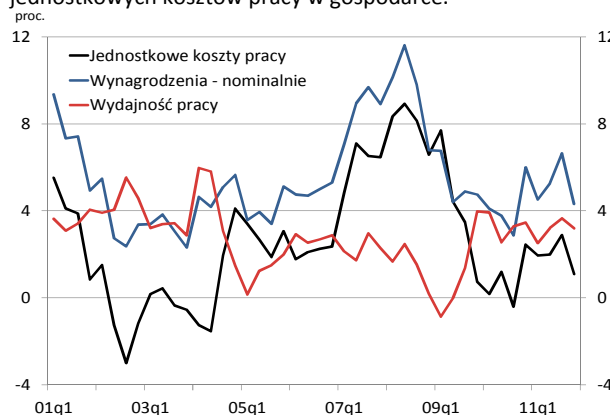
Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.32

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³⁴ Efekt ten polega na uwzględnieniu przez GUS korekt wysokości wynagrodzeń za II kw. 2010 r. dopiero w danych za III kw. 2010 r. (a nie w danych za II kw. 2010 r.). Korekty prowadziły do jedynie statystycznego obniżenia poziomu wynagrodzeń w III kw. 2010 r. W rezultacie roczna dynamika płac w III kw. 2011 r. została zawyżona.

³⁵ W styczniu 2012 r. nominalna roczna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw istotnie wzrosła (do 8,1%), co prawdopodobnie było związane głównie z przesunięciem wypłat premii z grudnia ub. r. na styczeń br. Wysoki wzrost wynagrodzeń w styczniu br. mógł również częściowo wynikać z przesunięcia wypłat wynagrodzeń z lutego br. na styczeń w związku z podwyższeniem składki rentowej od lutego 2012 r.

³⁶ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2012, NBP.

a pod koniec roku była ujemna, co wynikało z obniżającej się dynamiki wynagrodzeń, przy jednoczesnym wzroście dynamiki wydajności pracy w tym sektorze (Wykres 2.33). W styczniu br. dynamika jednostkowych kosztów pracy wzrosła, co jednak wynikało z bardzo wysokiego wzrostu wynagrodzeń w przemyśle. Przyspieszenie wynagrodzeń miało jednak prawdopodobnie charakter jednorazowy (por. uwagi dot. styczniowych danych o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw zawartych w przypisie 35).

2.5. Rynki aktywów

2.5.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe

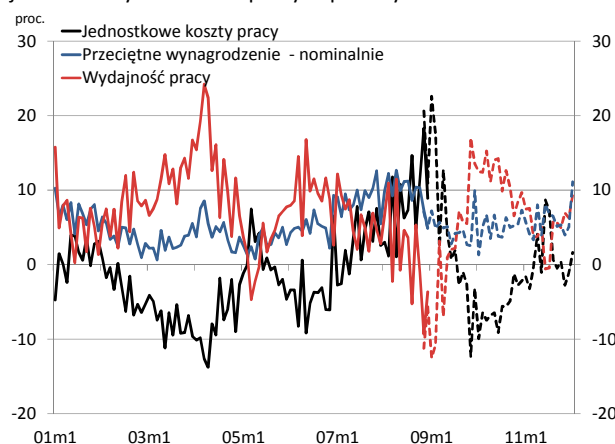
Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 4,50% (Wykres 2.34). Od początku listopada ub.r. stawki rynku pieniężnego oraz spread WIBOR-OIS 3M odzwierciedlający poziom premii za ryzyko kredytowe na rynku międzybankowym, nieznacznie wzrosły.

Zgodnie z wynikami ankiety agencji Reuters z 2 lutego br. analitycy bankowi oczekiwali pozostawienia stopy referencyjnej NBP na niezmiennym poziomie do połowy 2012 r. oraz obniżenia jej w horyzoncie roku. Z kolei oczekiwania rynkowe wyceniane na bazie stawek FRA nie dyskontują obniżki stopy referencyjnej w horyzoncie roku i pozostają pod wpływem oczekiwań na utrzymanie się podwyższonych poziomów stawki WIBOR 3M także w I połowie br.³⁷

Od publikacji poprzedniego *Raportu* krzywa dochodowości wypłaszczyła się przy pewnym wzroście rentowności na krótkim końcu krzywej

Wykres 2.33

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

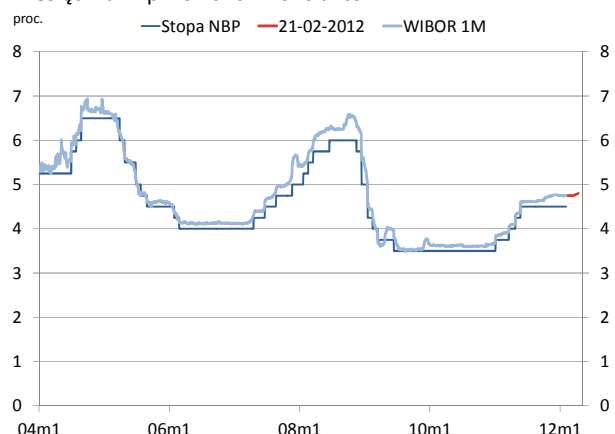


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Od stycznia 2009 r. w statystyce używana jest nowa klasyfikacja PKD (PKD 2007), co powoduje, że dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia w przemyśle w okresie od listopada 2008 r. (na wykresie zaznaczone linią przerywaną) nie są w pełni porównywalne z dynamikami notowanymi we wcześniejszym okresie.

Wykres 2.34

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.35

Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

³⁷ Wzrost stawek WIBOR pod koniec ub.r. wynikał m.in. ze wzrostu premii za ryzyko kredytowe kontrahenta oraz budowania buforów płynnościowych przez banki.

mającym związek z zanikiem oczekiwań uczestników rynku na obniżki stóp procentowych NBP w horyzoncie najbliższego półrocza. Natomiast rentowności obligacji dziesięcioletnich obniżyły się na skutek pewnej poprawy nastrojów inwestorów na rynkach globalnych, wspartych dodatkowo pozytywną oceną rynku dotyczącą planowanego zacieśnienia fiskalnego (Wykres 2.35). Równocześnie stawki CDS dla Polski pozostają niższe niż przeciętnie w gospodarkach wschodzących (Wykres 2.36), choć ze względu na utrzymującą się niepewność na rynkach finansowych są one wciąż podwyższone w stosunku do okresu sprzed kryzysu finansowego.

Wobec utrzymującej się – mimo pewnej poprawy – wysokiej awersji do ryzyka w ostatnim okresie zaangażowanie nierezydentów na krajowym rynku długu nieznacznie się obniżyło, pozostając jednak na relatywnie wysokim poziomie (Wykres 2.37). Inwestorzy nadal preferowali obligacje o krótszych terminach zapadalności ograniczając ryzyko stopy procentowej, co było zgodne z globalnymi tendencjami inwestycyjnymi.

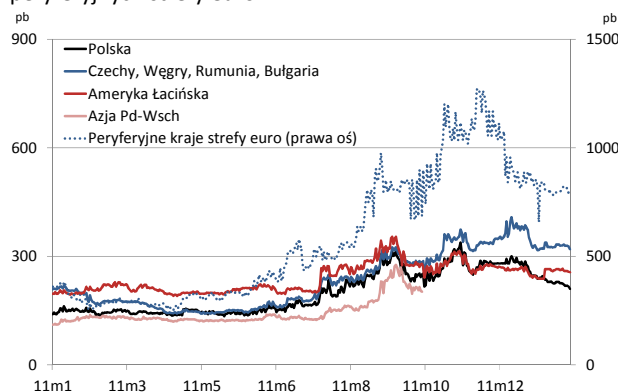
Od publikacji poprzedniego *Raportu* na GPW w Warszawie ceny akcji wzrosły pod wpływem ogólnej poprawy sentymentu na rynkach finansowych (Wykres 2.38).

2.5.2. Ceny mieszkań

W III i IV kw. 2011 r. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie zmieniła się istotnie w porównaniu z pierwszą połową ub.r.³⁸ Zarówno ceny transakcyjne, jak i ofertowe na rynkach pierwotnym i wtórnym pozostawały w lekkim trendzie spadkowym (Wykres 2.39). Równocześnie, pomimo niewielkiego wzrostu sprzedaży, liczba mieszkań wprowadzanych na rynek przewyższała liczbę sprzedanych mieszkań.

Wykres 2.36

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

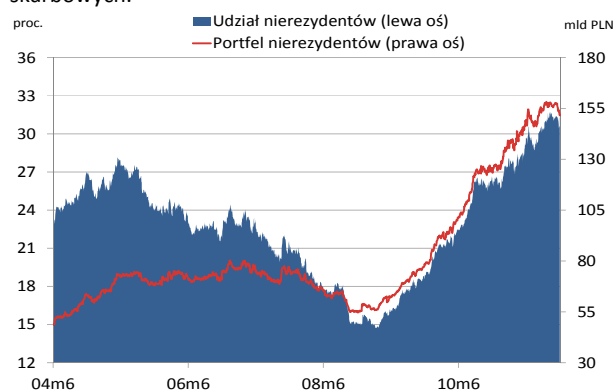


Źródło: Dane Bloomberg.

Przedstawione indeksy są agregatami ważonymi PKB.

Wykres 2.37

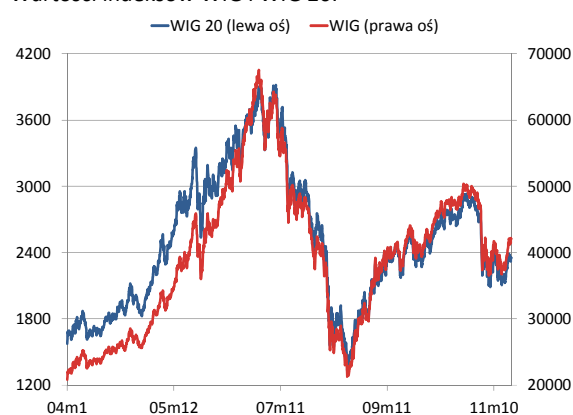
Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.38

Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

³⁸ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacjach NBP pt. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w czwartym kwartale 2011 r.*, oraz *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010 r.*, dostępnych na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl).

Marże w sektorze budownictwa mieszkaniowego nadal były jednak wysokie, co zachęcało deweloperów do rozpoczynania nowych inwestycji. W ostatnich dwóch kwartałach oddano do użytku o 7,0% więcej mieszkań niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Jednakże w całym 2011 r. oddano do użytku o 3,0% mniej mieszkań niż w 2010 r. W ostatnich dwóch kwartałach 2011 r. liczba rozpoczętych budów i wydanych pozwoleń na budowę była również wyższa niż w drugim półroczu 2010 r. Czynnikiem wspierającym budownictwo mieszkaniowe w IV kw. 2011 r. mogły być relatywnie korzystne warunki atmosferyczne pod koniec roku.

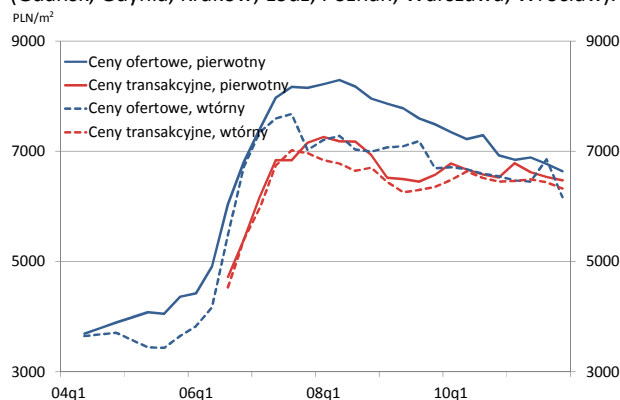
2.5.3. Kurs walutowy

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny kurs złotego umocnił się wobec euro o 4,5% oraz o 3,1% wobec franka szwajcarskiego, nie zmieniając się znacząco wobec dolara amerykańskiego (Wykres 2.40).

Po okresie deprecjacji w listopadzie i na początku grudnia ub.r., związanej z utrzymywaniem się niepewności na światowych rynkach finansowych na skutek kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, pod koniec ub.r. złoty, podobnie jak inne waluty regionu, zaczął się umacniać. Miało to związek z uspokojeniem nastrojów na rynkach finansowych po publikacji lepszych od oczekiwań danych z krajów rozwiniętych i pewnym obniżeniu niepewności w strefie euro. W listopadzie i grudniu ub.r. NBP dokonywał sprzedaży pewnej ilości walut obcych za złote, co przyczyniało się do zmniejszenia zmienności kursu złotego.

Wykres 2.39

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

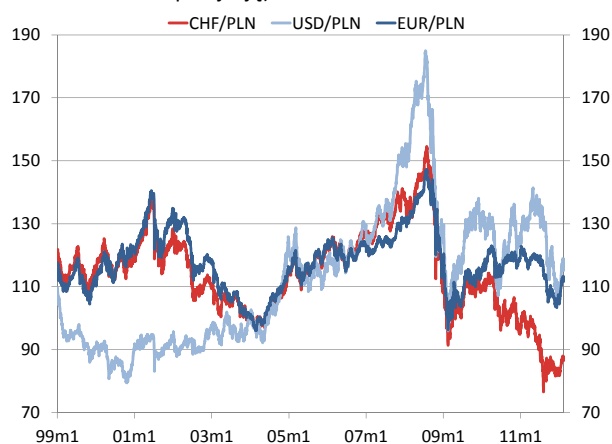


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych transakcyjnych z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

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

Wykres 2.40

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



Źródło: Dane EcoWin.

2.6. Kredyt i pieniądz

2.6.1. Kredyty

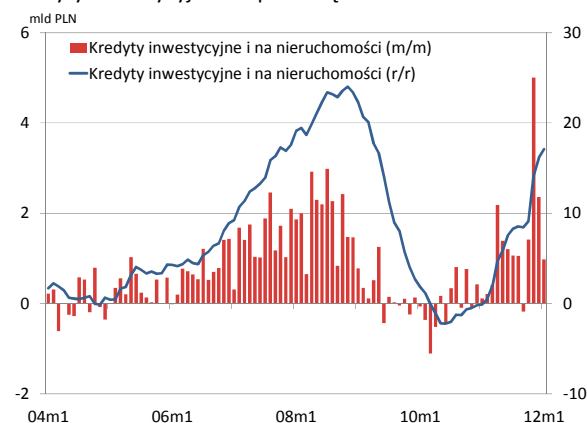
Od poprzedniego *Raportu* następował dalszy wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw³⁹. W okresie październik 2011 r. – styczeń 2012 r. średni miesięczny przyrost zadłużenia firm w bankach krajowych był zbliżony do średniej miesięcznej z okresu styczeń – wrzesień 2011 r. i wyniósł 2,4 mld zł, zaś roczna dynamika tych kredytów wyniosła w styczniu br. 14,4% r/r wobec 9,9% r/r w październiku ub.r. (Wykres 2.41; Wykres 2.42). Jednocześnie, w omawianym okresie przyrosty kredytów inwestycyjnych i bieżących charakteryzowały się dużą zmiennością związaną z wystąpieniem czynników o charakterze jednorazowym lub sezonowym.⁴⁰

Dane nadal wskazują na silniejszy wzrost zadłużenia małych i średnich firm niż dużych przedsiębiorstw, które są mniej uzależnione od zewnętrznych źródeł finansowania.

Ożywienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw nastąpiło pomimo dalszego deklarowanego przez banki zaostrzenia kryteriów (szczególnie w sektorze MSP) i warunków kredytowania, na co wskazuje ankieta do przewodniczących komitetów kredytowych przeprowadzona w IV kw. ub.r.⁴¹ Deklaracje banków o zaostrzeniu polityki kredytowej nie znalazły odzwierciedlenia we wzroście oprocentowania, które pomiędzy wrześniem a grudniem ub.r. nie zmieniło się istotnie⁴².

Wykres 2.41

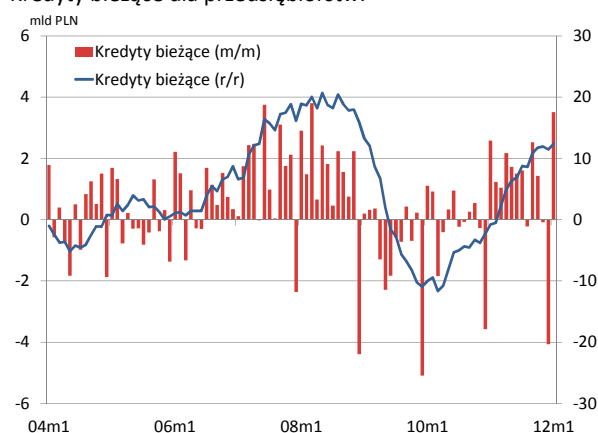
Kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.42

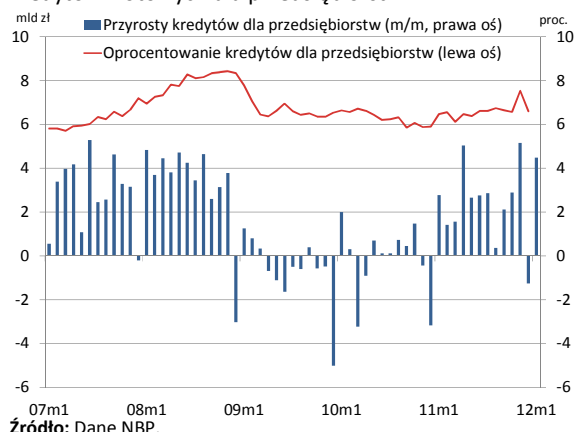
Kredyty bieżące dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.43

Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

³⁹ Prezentowane w tym rozdziale dane są oczyszczone z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

⁴⁰ Wzrost kredytów inwestycyjnych w listopadzie 2011 r. był zwiększony przez wystąpienie zdarzenia o charakterze jednorazowym, zaś silne obniżenie stanu zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu kredytów o charakterze bieżącym w grudniu i jego wzrost w styczniu są zjawiskiem typowym.

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

⁴² Skokowy wzrost oprocentowania nowych kredytów dla przedsiębiorstw w listopadzie związany jest z wysokokwotowymi, jednostkowymi transakcjami, w ramach których wynegocjowano oprocentowanie wyższe od przeciętnego na rynku.

Wyniki ankiety wskazują także, że główną przyczyną zaostrzenia polityki kredytowej banków nie jest bieżąca sytuacja przedsiębiorstw, lecz ryzyko związane z przyszłą sytuacją gospodarczą i sytuacja kapitałowa banków. Na niewielki wpływ oceny kredytowej przedsiębiorstw na zaostrzenie polityki kredytowej wskazują także badania koniunktury NBP, zgodnie z którymi na wysokim poziomie utrzymał się odsetek zaakceptowanych wniosków kredytowych w IV kw. ub.r. (Wykres 2.44)⁴³.

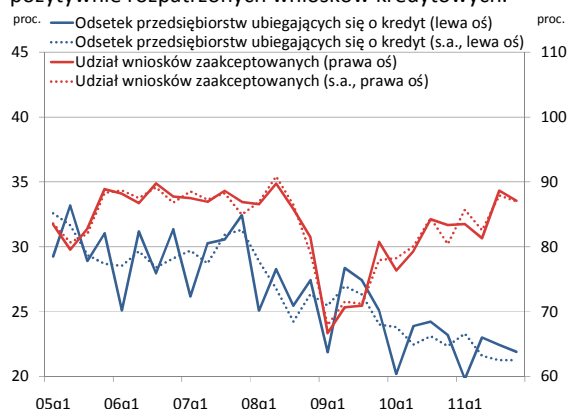
Jednocześnie, badania ankietowe banków wskazują, że nadal maleje popyt przedsiębiorstw na kredyt (Wykres 2.44), zaś z badań koniunktury NBP wynika, że spadła liczba przedsiębiorstw deklarujących ubieganie się o kredyt. Deklaracje te nie znalazły jednak odzwierciedlenia w spowolnieniu akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, szczególnie w przypadku relatywnie wysokich w ostatnich miesiącach przyrostów kredytów inwestycyjnych.

W III kw. 2011 r. obniżyło się natomiast zadłużenia zagraniczne przedsiębiorstw (o 2,7 mld EUR), zaś jego dynamika spadła do 4,8% r/r (wobec 10,3% r/r w II kw. ub.r.)⁴⁴.

Od poprzedniego *Raportu* zmalały miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, a ich średni miesięczny przyrost wyniósł 1,8 mld zł (wobec średniej miesięcznej dla okresu styczeń – wrzesień 2011 r. wynoszącej 2,2 mld zł; Wykres 2.45). Wolniejsze miesięczne przyrosty przełożyły się na dalszy spadek rocznej dynamiki tych kredytów z 10,8% r/r w październiku ub.r. do 9,4% r/r w styczniu br.⁴⁵ Spowolnienie wzrostu kredytów mieszkaniowych osłabia popyt na rynku mieszkaniowym,

Wykres 2.44

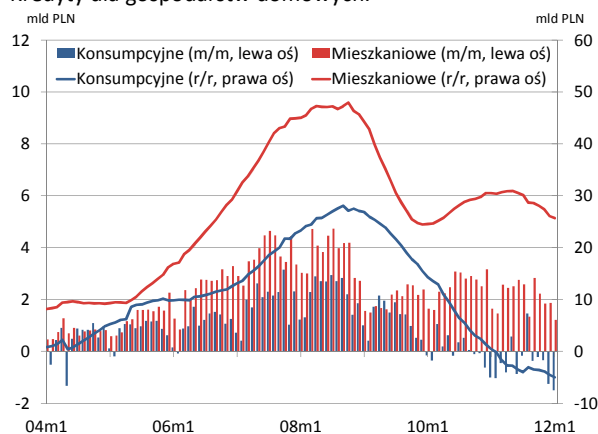
Udział przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt oraz odsetek pozytywnie rozpatrzonych wniosków kredytowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.45

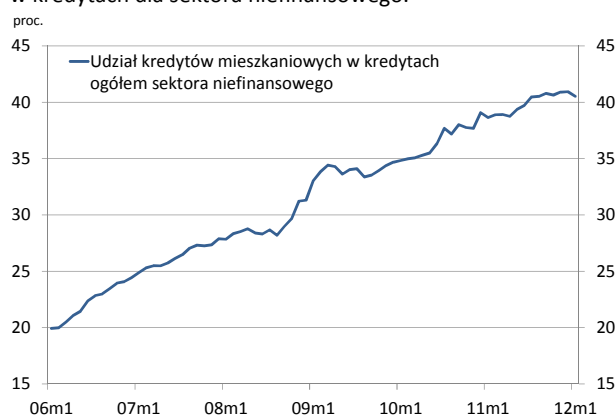
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.46

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



Źródło: Dane NBP.

⁴³ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2011 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2012, NBP.

⁴⁴ Całkowity stan zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw wyniósł w III kw. 2011 r. 99,5 mld EUR. Dla porównania całkowita wielkość zadłużenia polskich przedsiębiorstw w bankach krajowych w czerwcu 2011 r. wyniosła 225 mld zł.

⁴⁵ Spadek tempa wzrostu dotyczył zarówno kredytów mieszkaniowych złotych, jak i walutowych, których dynamiki w styczniu br. wyniosły odpowiednio 22,1% r/r i 2,2% r/r.

co oddziałuje w kierunku obniżania się cen na tym rynku (por. rozdz. 2.4.2 *Ceny mieszkań*).

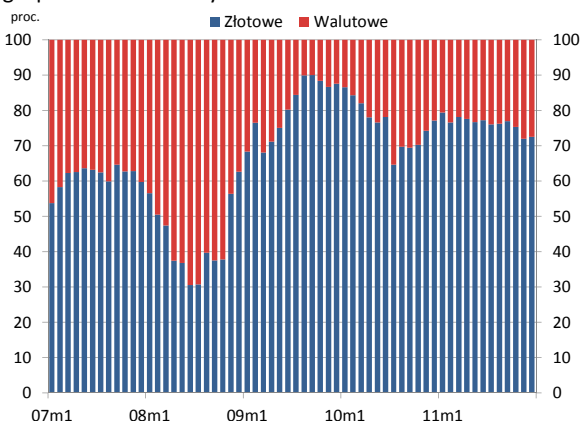
W ostatnim okresie większość nowych kredytów mieszkaniowych udzielana była w złotych (72,5% w grudniu 2011 r.; Wykres 2.47), co przekładało się na systematyczny wzrost udziału kredytów złotych w kredytach mieszkaniowych ogółem i oddziaływało w kierunku wzrostu efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. Nadal jednak stan zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych udzielonych w walutach obcych przewyższa stan kredytów złotych (udział kredytów walutowych w kredytach mieszkaniowych ogółem wynosi obecnie ok. 61%). Od poprzedniego *Raportu* wzrosło oprocentowanie nowoudzielanych kredytów mieszkaniowych z poziomu 6,7% we wrześniu do 7,0% w grudniu ub.r., tj. w zbliżonym stopniu co WIBOR 3M (0,2 pkt. proc.).

Jak wynika z badań ankietowych banków, spowolnienie wzrostu kredytów mieszkaniowych w ostatnich miesiącach 2011 r. można wiązać zarówno z osłabieniem popytu na te kredyty, do czego przyczyniło się pogorszenie sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, jak i z silniejszym niż w poprzednich kwartałach zaostrzeniem kryteriów i pogorszeniem wszystkich warunków udzielania kredytów mieszkaniowych.

W ostatnim okresie nadal obniżało się zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych, które malało średniomiesięcznie o 0,8 mld zł w okresie październik 2011 r. – styczeń 2012 r, wobec spadku o 0,3 mld zł w okresie styczeń – wrzesień 2011 r., zaś jego dynamika wyniosła w styczniu br. -3,6% r/r wobec -2,6 % r/r w październiku ub.r. (Wykres 2.48). Dalszy spadek kredytów konsumpcyjnych miał miejsce pomimo deklarowanego przez banki łagodzenia kryteriów oraz większości warunków kredytowania w IV kw. 2011 r. (Wykres 2.49).

Wykres 2.47

Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

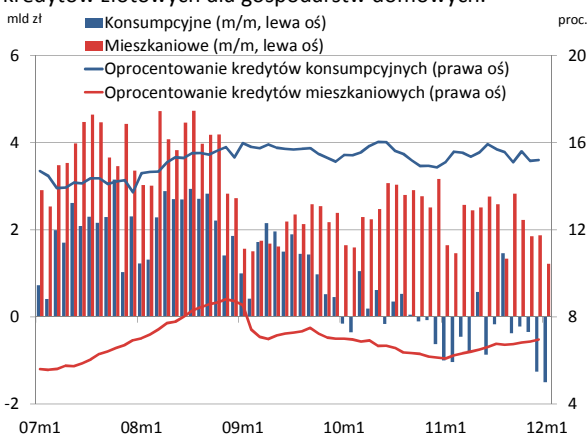


Źródło: Dane NBP.

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

Wykres 2.48

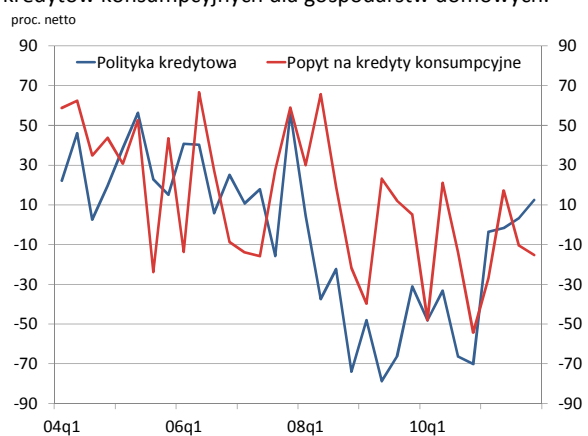
Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.49

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 kredyty lub złagodzenie polityki kredytowej w stosunku do poprzedniego kwartału.

2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne

W okresie październik 2011 r. – styczeń 2012 r. ponownie przyspieszyło tempo wzrostu szerokiego pieniądza, które wyniosło w styczniu br. 13,0% i było istotnie wyższe od dynamiki nominalnego PKB (Wykres 2.50).

W okresie październik 2011 r. – styczeń 2012 r. bardziej płynne składowe agregatu M3 zaliczane do agregatu M1 nadal rosły wolniej niż szeroki pieniądz, a ich dynamika obniżyła się do z 14,7% r/r w styczniu ub.r. do 5,1% r/r w styczniu br.

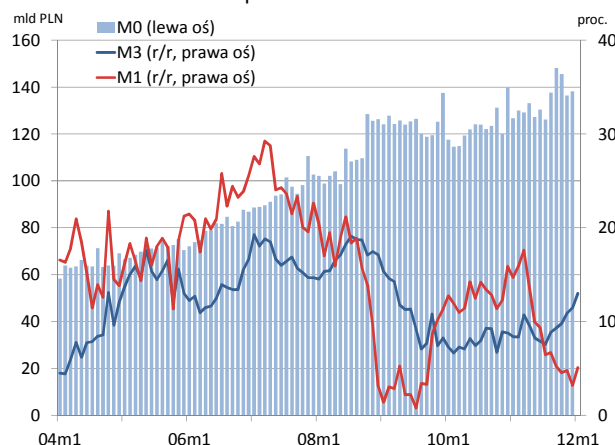
W omawianym okresie roczne tempo wzrostu depozytów przedsiębiorstw kształtowało się na poziomie wyższym niż w okresie styczeń - wrzesień ub.r. (wynosząc 11,3% r/r w styczniu br. wobec 7,4% r/r we wrześniu; Wykres 2.51, Wykres 2.52). Dalszy szybki wzrost depozytów jest związany z dobrą sytuacją płynnościową firm (por. rozdz. 2.3. *Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw*).

Tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych ponownie przyspieszyło w okresie październik 2011 r. – styczeń 2012 r. Ich stan zwiększał się w omawianym okresie średniomiesięcznie o 8,7 mld zł wobec średniego wzrostu o 3,1 mld zł w okresie styczeń-wrzesień (Wykres 2.51, Wykres 2.52)⁴⁶. Przyspieszeniu dynamiki depozytów gospodarstw domowych do 14,0% sprzyjał dalszy wzrost oprocentowania nowych depozytów złotych, które wyniosło 4,7% w grudniu wobec 4,4% we wrześniu ub.r.

W okresie wrzesień - grudzień ub.r. łączna wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększyła się o 23,6 mld zł (wzrost o 3,2% pomiędzy wrześniem a grudniem ub.r.⁴⁷). W dalszym ciągu widoczne jest zmniejszenie udziału bardziej ryzykownych aktywów w strukturze wszystkich

Wykres 2.50

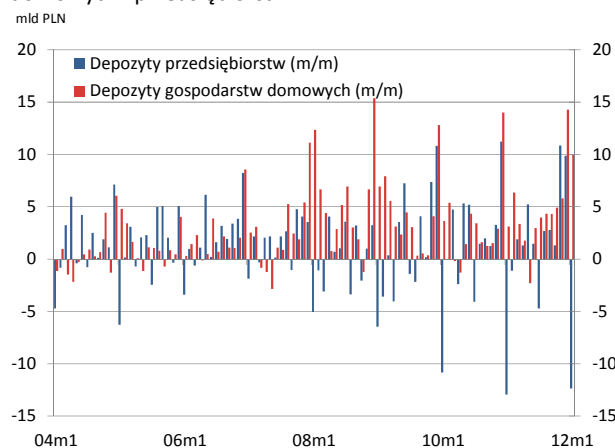
Stan M0 oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.51

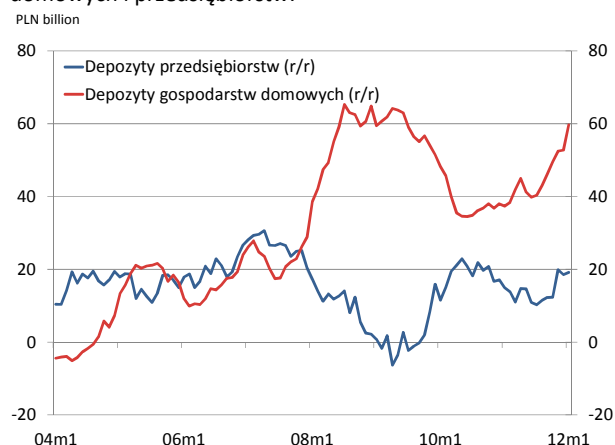
Przyrosty miesięczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.52

Przyrosty roczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

⁴⁶ Silny wzrost stanu depozytów gospodarstw domowych w grudniu jest zjawiskiem sezonowym.

⁴⁷ Podana suma aktywów finansowych uwzględnia zarówno depozyty poniżej 2 lat, jak i depozyty powyżej 2 lat niezaliczane do agregatu M3.

aktywów finansowych gospodarstw domowych – w omawianym okresie wypłaty netto środków z tych funduszy wyniosły 2,7 mld zł.

2.7. Bilans płatniczy

W II połowie 2011 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących obniżył się w porównaniu do II półrocza 2010 r. (Wykres 2.53). W III kw. ub.r. wyniósł on 4,7 mld EUR (wobec 5,2 mld EUR w III kw. 2010 r. i 3,4 mld EUR w II kw. ub.r.), a w IV kw. ub.r. – według danych miesięcznych – ok. 4,0 mld EUR (wobec 6,3 mld EUR rok wcześniej)⁴⁸. O obniżeniu deficytu obrotów bieżących w II połowie ub.r. zdecydował spadek deficytu na rachunku towarów i wzrost nadwyżki w usługach oraz transferach bieżących.

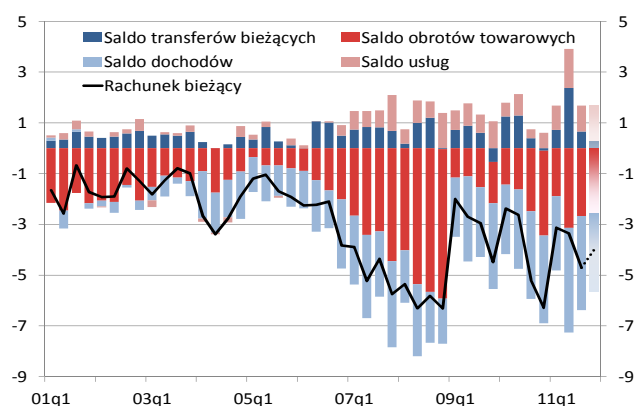
Deficyt obrotów towarowych w III kw. ub.r. nie zmienił się znacząco, a w IV kw. ub.r. zmniejszył się w relacji do analogicznego okresu roku poprzedniego. Spowalniającemu na skutek obniżenia popytu u głównych partnerów handlowych eksportowi towarzyszyło silniejsze osłabienie dynamiki importu. Pewien wpływ na słabszą dynamikę przywozu dóbr mogło wywrzeć pogorszenie konkurencyjności cenowej zagranicznych towarów związane z osłabieniem złotego, które było odzwierciedlone w silnym wzroście cen importu począwszy od września ub.r. (por. rozdz. 2.1.4 *Ceny importu*).

Zwiększone wykorzystanie środków z UE na finansowanie projektów inwestycyjnych znalazło odzwierciedlenie w nasileniu napływu środków na rachunek kapitałowy. Nadwyżka na tym rachunku wyniosła w III kw. ub.r. 1,4 mld EUR, a w IV kw. ub.r. ok. 3,5 mld EUR (wobec 1,3 i 2,8 mld EUR w analogicznych kwartałach 2010 r.).

Deficyt na rachunku bieżącym i kapitałowym był w III kw. ub.r. w części, natomiast w IV kw. ub.r. w całości finansowany napływem kapitału

Wykres 2.53

Saldo obrotów bieżących (mld EUR).

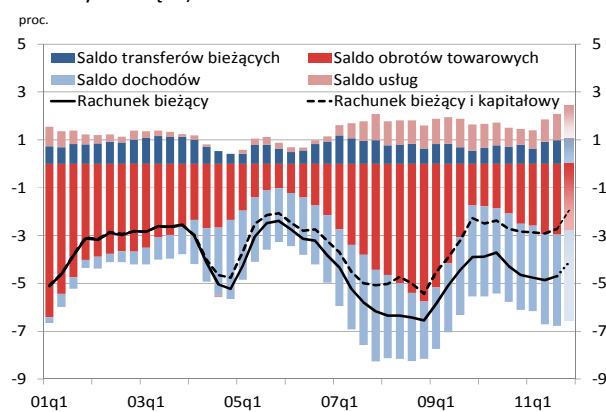


Źródło: Dane i szacunki NBP.

Dane za IV kw. 2011 odnoszą się do wstępnych danych miesięcznych za okres październik-grudzień 2011.

Wykres 2.54

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

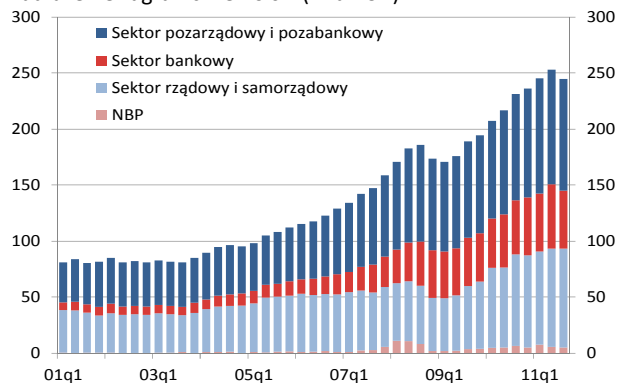


Źródło: Dane i szacunki NBP.

Dane za IV kw. 2011 odnoszą się do wstępnych danych miesięcznych za okres październik-grudzień 2011.

Wykres 2.55

Zadłużenie zagraniczne Polski (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

⁴⁸ Dane za IV kw. 2011 r. omawiane w tym rozdziale odnoszą się do wstępnych danych miesięcznych za okres październik-grudzień 2011 r.

zagranicznego. W III kw. ub.r. nadwyżka na rachunku finansowym wyniosła 0,4 mld EUR⁴⁹, a w IV kw. ub.r. ok. 1,9 mld EUR. Oznacza to obniżenie napływu kapitału netto w relacji do II połowy 2010 r.

W III kw. 2011 r. poprawiła się większość wskaźników obrazujących nierównowagę zewnętrzną Polski (Tabela 2.4). W szczególności zmniejszyło się zadłużenie zagraniczne Polski – o 8,2 mld EUR tj. do poziomu 244,7 mld EUR (wobec wzrostu średnio o 7,9 mld EUR w ostatnich ośmiu kwartałach; Wykres 2.55). Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski na koniec III kw. 2011 r. poprawiła się istotnie w porównaniu do II kw. 2011 r. Wpłynęły na to głównie różnice kursowe i zmiany wyceny (Wykres 2.56)⁵⁰.

Tabela 2.4

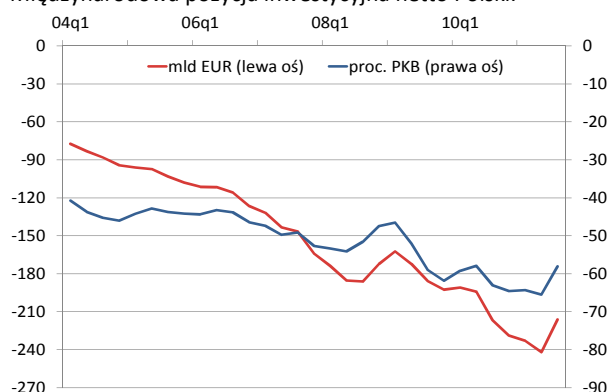
Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej.

	2008	2009	2010	2010				2011		
				q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-6,6	-3,9	-4,7	-3,9	-3,7	-4,3	-4,7	-4,8	-4,9	-4,7
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w %)	-5,4	-2,3	-2,8	-2,5	-2,4	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9	-2,7
Saldo obrotów towarowych/PKB (w %)	-5,8	-1,7	-2,5	-1,8	-1,9	-2,1	-2,5	-2,6	-2,9	-3,0
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/ deficyt obrotów bieżących (w %)	43	77	41	86	78	47	41	39	40	58
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/ deficyt obrotów bieżących i kapitałowych (w %)	51	132	67	134	122	74	67	64	68	99
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	3,3	5,3	5,4	5,8	6,0	5,9	5,4	5,6	5,4	5,2
Zadłużenie zagraniczne/ PKB (w %)	48	63	67	64	65	67	67	68	69	66
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/oficjalne aktywa rezerwowe (w %)	106	88	82	79	77	79	82	88	87	77
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)	-48	-62	-65	-59	-58	-63	-65	-64	-66	-58

Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.56

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski.



Źródło: Dane NBP.

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

⁴⁹ Niska nadwyżka na rachunku finansowym w III kw. ub.r. była w głównej mierze rezultatem wycofania środków z rachunków nierezydentów w polskich bankach.

⁵⁰ Więcej informacji na temat zagadnień związanych z bilansem płatniczym znajduje się w publikacji NBP „Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za III kwartał 2011 r.”.

Rozdział 3

POLITYKA PIENIĘŻNA W OKRESIE LISTOPAD 2011 R. - MARZEC 2012 R.

Na posiedzeniach w listopadzie i w grudniu 2011 r. oraz w styczniu, w lutym i w marcu 2012 r. Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 4,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 6,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 3,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 4,75% w skali rocznej.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w listopadzie i w grudniu 2011 r. oraz w styczniu i w lutym 2012 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. *Opis dyskusji* na marcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 22 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 listopada 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała uwarunkowania zewnętrzne polskiej gospodarki, bieżące i przyszłe kształtowanie się krajowej koniunktury oraz perspektywy powrotu inflacji do celu inflacyjnego, także w świetle listopadowej projekcji NBP. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano, że choć część bieżących danych dla Stanów Zjednoczonych i strefy euro okazała się lepsza od oczekiwań, to wskaźniki koniunktury sygnalizują osłabianie się aktywności w gospodarce światowej. Znajduje to odzwierciedlenie w dalszym obniżaniu przez instytucje międzynarodowe prognoz wzrostu PKB dla największych gospodarek. Część członków Rady podkreślała przy tym, że rozwiązanie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro będzie procesem długotrwałym i trudnym z ekonomicznego, politycznego i instytucjonalnego punktu widzenia.

Część członków Rady oceniała, że w strefie euro nastąpi prawdopodobnie istotny i długotrwały spadek dynamiki PKB wynikający m.in. z koniecznego zacieśnienia polityki fiskalnej w wielu krajach tego regionu, co będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce. Członkowie ci podkreślali, że szczególnie silny wpływ na krajowy wzrost gospodarczy –

poprzez zmniejszenie handlu zagranicznego Polski – może mieć obniżenie dynamiki PKB w Niemczech. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że mimo oczekiwanego wyraźnie niższego tempa wzrostu gospodarczego za granicą, eksport z Polski – m.in. biorąc pod uwagę poprawę konkurencyjności cenowej polskiej produkcji wynikającą z deprecjacji kursu złotego w ostatnich miesiącach – może nadal rosnać relatywnie szybko. Zdaniem tych członków pozwala to oczekiwać, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce nie ulegnie silnemu spowolnieniu.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że kryzys w strefie euro będzie oddziaływał na gospodarkę polską nie tylko poprzez ewentualny spadek popytu na polski eksport, ale również poprzez możliwe ograniczenie podaży kredytu przez banki krajowe będące własnością podmiotów zagranicznych, które – zgodnie z ustaleniami ze szczytu państw strefy euro – będą dążyły do poprawy swojej sytuacji kapitałowej. Część członków Rady argumentowała jednak, że działalność krajowych banków jest istotnym źródłem zysków dla ich zagranicznych właścicieli i dlatego ryzyko znacznego ograniczenia tej działalności nie jest duże.

Odnosząc się do utrzymywania się napięć na europejskich rynkach finansowych z związku z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, a w szczególności do sytuacji w europejskim systemie bankowym, wskazywano ponadto, że ich skutkiem może być odpływ kapitału z rynków wschodzących, w tym z Europy Środkowo-Wschodniej i Polski. Zwracano przy tym uwagę, że Polska charakteryzuje się relatywnie dużą zmiennością kursu walutowego. Część członków Rady podkreślała równocześnie, że obecnie kurs złotego jest relatywnie słaby i jeżeli sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych się ustabilizuje, to można oczekiwać powrotu do trendu aprecyjnego.

Omawiając uwarunkowania zewnętrzne sytuacji gospodarczej w Polsce członkowie Rady zwracali również uwagę na kształtowanie się cen surowców, zwłaszcza energetycznych, na rynkach światowych. Podkreślano, że obecnie nie widać znaczącego spadku tych cen mimo oczekiwanego istotnego pogorszenia koniunktury za granicą, co jest czynnikiem podwyższającym inflację na świecie. Część członków Rady argumentowała, że wysokie ceny surowców są wynikiem oddziaływania czynników długookresowych, tj. wciąż znacznego popytu w szczególności z krajów wschodzących, przy ograniczonym w perspektywie kilku najbliższych lat wzroście podaży. Inni członkowie Rady oceniali, że do utrzymywania się cen surowców na wysokim poziomie przyczynia się wysoka nadpłynność na rynkach finansowych związana z kontynuacją ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne. W odniesieniu do polityki pieniężnej głównych banków centralnych niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że – zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i strefie euro – inflacja kształtuje się obecnie na wysokim poziomie, a dotychczasowa i ewentualna dalsza ekspansja monetarna może przełożyć się na trwałe zwiększenie inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki.

Odnosząc się do oceny stanu koniunktury w Polsce podkreślano, że dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej okazały się lepsze od oczekiwań i wskazują na relatywnie dobrą sytuację w gospodarce krajowej. Jednocześnie wskazywano, że wprawdzie w świetle większości prognoz, w tym listopadowej projekcji NBP, w kolejnych kwartałach prawdopodobne jest spowolnienie aktywności gospodarczej, to jednak ze względu na znaczną odporność polskich firm na zjawiska kryzysowe za granicą, wzrost gospodarczy w kolejnych kwartałach może być wyższy niż obecnie prognozowany. Zdaniem części członków Rady, również dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw, relatywnie wysoka konkurencyjność polskich dóbr na

rynkach światowych oraz stabilny system bankowy są czynnikami, które będą podtrzymywały wzrost PKB w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali równocześnie na – wynikającą z oddziaływania uwarunkowań zewnętrznych – zwiększoną niepewność, co do dalszego kształtowania się krajowej koniunktury, która sprawia, że w latach 2012-2013 możliwy jest w Polsce zarówno silniejszy, jak i słabszy niż przewidziany w projekcji wzrost PKB. Zdaniem niektórych członków Rady obecnie czynnikiem niepewności jest także kształt programu gospodarczego rządu, jaki wyłoni się po wyborach parlamentarnych. Inni członkowie Rady zwracali uwagę na pewne sygnały, które mogą świadczyć o spowolnieniu krajowej aktywności gospodarczej, w tym zwłaszcza inwestycyjnej.

Omawiając kształtowanie się inflacji wskazywano, że dalszy spadek cen żywności przełożył się na obniżenie inflacji we wrześniu, jednak do końca roku można oczekiwać utrzymania się jej wyraźnie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Część członków Rady podkreślała, że –zgodnie z większością prognoz – na początku 2012 r. wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz znacznych wzrostów cen żywności i energii z pierwszej połowy 2011 r. przełoży się na spadek rocznego wskaźnika inflacji, jednak zgodnie z listopadową projekcją NBP w drugiej połowie 2012 r. inflacja może ponownie nieco wzrosnąć. Wskazywano, że czynnikiem ryzyka dla trwałego powrotu inflacji w okolice celu inflacyjnego pozostaje kształtowanie się kursu złotego. Obok osłabienia złotego wśród czynników oddziałujących w kierunku wyższej dynamiki cen, członkowie Rady wymieniali obserwowane w ostatnim okresie wysokie wzrosty cen paliw oraz przyspieszenie PPI, które z pewnym opóźnieniem mogą przełożyć się na cen dóbr konsumpcyjnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na ryzyko większych niż się obecnie oczekuje podwyżek cen administrowanych, w tym na możliwy silny wzrost cen energii wynikający z wprowadzania przez Polskę pakietu klimatyczno-energetycznego UE, które w połączeniu z relatywnie wysokim – tj. wyższym niż wieloletnia średnia – poziomem inflacji bazowej przewidywanym w listopadowej projekcji NBP mogą przyczynić się do wydłużenia okresu utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie.

Członkowie Rady zwracali jednocześnie uwagę, że wobec ryzyka osłabienia wzrostu gospodarczego w kraju w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo narastania popytowej presji inflacyjnej jest małe. Argumentowano również, że obecna sytuacja na rynku pracy, w tym podwyższona stopa bezrobocia, spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz spadek liczby ofert pracy, i brak perspektyw jej istotnej poprawy będzie sprzyjać ograniczeniu inflacji.

Odnosząc się do bieżącego poziomu stóp procentowych NBP, Rada uznała, że oczekiwane obniżenie się inflacji w polskiej gospodarce związane z niższą dynamiką krajowego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach (a także efektami bazy), uzasadnia pozostawienie stóp na niezmienionym poziomie. Taką ocenę wspiera też listopadowa projekcja inflacji i PKB. Jednocześnie nadal wskazywano, że czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen pozostaje wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

Dyskutując na temat przyszłej polityki pieniężnej, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymującą się znaczną niepewność, co do kształtowania się aktywności gospodarczej i inflacji zarówno na świecie, jak i w Polsce. Większość członków Rady podtrzymała przy tym ocenę, że przy obecnie oczekiwanym scenariuszu makroekonomicznym zakładającym spowolnienie wzrostu gospodarczego i jednocześnie stopniowe obniżanie się inflacji, możliwa jest stabilizacja stóp procentowych na obecnym poziomie w kolejnych kwartałach. Nadal argumentowano, że stabilizacja parametrów polityki pieniężnej sprzyja utrzymaniu stabilności makroekonomicznej.

Jednocześnie – podobnie jak na poprzednim posiedzeniu – część członków Rady była zdania, że w kolejnych kwartałach prawdopodobieństwo podwyżek stóp jest większe niż obniżek. Członkowie ci oceniali, że wprowadzie inflacja w znacznym stopniu pozostaje pod wpływem czynników zewnętrznych, to w przypadku gdyby krajowa aktywność gospodarcza okazała się odporna na spowolnienie wzrostu PKB za granicą i przez to ograniczenie presji inflacyjnej wynikające z pogorszenia koniunktury okazało się mniejsze niż się obecnie oczekuje, uzasadnione mogłoby być podniesienie stóp procentowych NBP.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że dla polityki pieniężnej NBP bardzo ważna jest sytuacja w strefie euro, gdzie znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego skłoniło Europejski Bank Centralny do obniżenia w listopadzie stóp procentowych. W tym kontekście członkowie ci oceniali, że obniżenie stóp procentowych NBP w pewnej perspektywie może być uzasadnione.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 grudnia 2011 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej omawiała sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki oraz perspektywy wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce. W tym kontekście Rada dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej.

Omawiając zewnętrzne uwarunkowania sytuacji gospodarczej w Polsce, wskazywano na niską w III kw. br. dynamikę PKB w strefie euro i wysokie prawdopodobieństwo recesji w tej gospodarce w kolejnych kwartałach, do czego mogą przyczyniać się problemy kryzysu zadłużeniowego. Z kolei w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w III kw. br. nieznacznie przyspieszył i – zdaniem części członków Rady – można oceniać, że gospodarka amerykańska prawdopodobnie powraca stopniowo do stanu równowagi, choć z wyższą stopą bezrobocia i niższą dynamiką produktu potencjalnego. Równocześnie podkreślano, że mimo lepszej obecnie kondycji gospodarki amerykańskiej, w przypadku recesji w strefie euro można spodziewać się spowolnienia aktywności gospodarczej także w Stanach Zjednoczonych.

Odnosząc się do problemu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro, członkowie Rady wskazywali, że same zapowiedzi przeprowadzenia reform gospodarczych, w tym w szczególności wzmocnienia dyscypliny i koordynacji fiskalnej w krajach strefy euro – nie poparte szybkimi działaniami dostosowawczymi – mogą okazać się niewystarczające do uspokojenia nastrojów na rynkach finansowych.

Podkreślano, że pogorszenie nastrojów w gospodarce światowej, związane w dużym stopniu z kryzysem w strefie euro i towarzyszące mu utrzymywanie się napięć na rynkach finansowych przyczyniło się do obserwowanej w ostatnich miesiącach deprecjacji kursu złotego. Część członków Rady oceniała, że wynikająca z deprecjacji poprawa konkurencyjności cenowej krajowej produkcji będzie oddziaływała w kierunku ograniczenia spadku dynamiki polskiego eksportu w reakcji na oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie, a zwłaszcza w strefie euro.

W połączeniu z pogorszeniem się konkurencyjności cenowej importu, słabszy złoty będzie zatem sprzyjał wyższej dynamice produkcji krajowej i poprawie w bilansie obrotów bieżących Polski.

Jednocześnie członkowie Rady wskazywali, że w związku z tym, iż znaczną część zadłużenia polskich przedsiębiorstw stanowi zadłużenie zagraniczne, osłabienie kursu złotego przełoży się na pogorszenie rachunku finansowego bilansu płatniczego. Deprecjacja złotego powoduje także wzrost wartości krajowego zadłużenia denominowanego w walutach obcych, co – szczególnie w przypadku gospodarstw domowych – może zwiększać trudności z jego spłatą, a w rezultacie oddziaływać w kierunku pogorszenia sytuacji sektora bankowego i ograniczenia podaży kredytów. Niektórzy członkowie Rady zwracali też uwagę na ryzyko nasilenia – w następstwie kryzysu w strefie euro i trudnej sytuacji kapitałowej banków europejskich – odpływu kapitału z Polski i w konsekwencji ograniczenia podaży kredytu dla polskich podmiotów. Inni członkowie oceniali, że w warunkach słabszego wzrostu gospodarczego zmniejszy się przede wszystkim popyt na kredyt.

Część członków Rady wskazywała, że w przypadku poprawy nastrojów na światowych rynkach finansowych, biorąc pod uwagę „niedowartościowanie” kursu złotego oraz oczekiwane zmniejszenie skali nierównowagi zewnętrznej (tj. poprawę bilansu obrotów bieżących) i wewnętrznej (tj. zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych) polskiej gospodarki, możliwe jest stopniowe umocnienie kursu złotego. Zwracano jednak uwagę, że w warunkach wstrząsów za granicą i wzrostu awersji do ryzyka, powodującej zwiększenie premii za ryzyko, zmienność złotego nadal może być podwyższona.

Analizując bieżącą sytuację w Polsce, wskazywano, że dane o PKB w III kw. potwierdziły, iż w okresie tym utrzymało się relatywnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Część członków Rady oceniała przy tym, że oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce będzie związane przede wszystkim ze wzrostem niepewności wynikającej z oddziaływania czynników zewnętrznych. Potwierdzają to, ich zdaniem, badania koniunktury, z których wynika, że wykorzystanie mocy produkcyjnych utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę, że obawy o skutki obecnego kryzysu dla sytuacji gospodarczej w Polsce znacznie silniej oddziałują na działalność sektora przedsiębiorstw, a istotnie słabiej na zachowania konsumentów, na co wskazuje utrzymująca się wysoka dynamika sprzedaży detalicznej.

W odniesieniu do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, członkowie Rady oceniali, że mimo spodziewanego pewnego osłabienia dynamiki PKB w 2012 r., na tle wyraźnego spowolnienia aktywności gospodarczej na świecie będzie ona stosunkowo wysoka. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że wzrost PKB w 2012 r. może przekroczyć 3% r/r, a ważnym czynnikiem podtrzymującym go będzie konsumpcja prywatna. Zdaniem niektórych członków Rady, głównym ryzykiem dla wzrostu PKB będzie kształtowanie się dynamiki inwestycji prywatnych, przy prawdopodobnym zmniejszeniu skali inwestycji publicznych współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej.

Omawiając kształtowanie się inflacji w Polsce, wskazywano, że jej obecnie podwyższony poziom wynika głównie z oddziaływania czynników pozostającym poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, tj. wysokich cen surowców na rynkach światowych, osłabienia złotego związanego ze wzrostem awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych oraz wzrostu cen administrowanych. Dwa pierwsze z tych czynników znajdują odzwierciedlenie w wysokiej dynamice PPI. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że utrzymywanie się inflacji istotnie powyżej celu

przez dłuższy okres nie sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych, co jest widoczne w pogarszaniu się percepcji inflacji i struktury odpowiedzi osób prywatnych na pytania ankietowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych. Wśród czynników oddziałujących, choć w mniejszym stopniu, w kierunku wyższej inflacji wymieniano też czynniki popytowe, przekładające się na wzrost inflacji bazowej, w tym przede wszystkim utrzymującą się stosunkowo wysoką dynamikę spożycia indywidualnego. Jednocześnie część członków Rady wskazywała na kształtowanie się sytuacji na rynku pracy, a w szczególności na utrzymywanie się podwyższonej stopy bezrobocia, spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz umiarkowaną dynamikę wynagrodzeń, które ograniczają presję kosztową i w efekcie presję inflacyjną. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady oceniali, że w drugiej połowie 2012 r. możliwe jest obniżenie się inflacji do poziomu celu inflacyjnego. Wśród czynników ograniczających inflację niektórzy członkowie Rady wymieniali też wzrost stopy oszczędności w sektorze przedsiębiorstw.

Głównym czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną w kolejnych kwartałach będzie, w opinii Rady, słabsza dynamika PKB wynikająca przede wszystkim z niższego wzrostu gospodarczego na świecie. Zdaniem członków Rady osłabienie krajowej aktywności gospodarczej będzie również wynikać z dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej. Jednak w kontekście wpływu tego zacieśnienia na inflację niektórzy członkowie Rady oceniali, że struktura zacieśnienia może w krótkim okresie oddziaływać w kierunku wyższej inflacji. W znacznej mierze będzie ono bowiem polegać na zwiększeniu obciążeń podatkowych.

Jednocześnie dalsze przełożenie się obserwowanej w ostatnich miesiącach deprecjacji złotego na ceny krajowe, przy braku zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego, stwarza – zdaniem części członków Rady – ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji. Zwracano również uwagę na spodziewane w 2012 r. podwyżki cen administrowanych, akcyzy i opłat, których wysokość pozostaje w gestii samorządów, jako na czynniki oddziałujące w kierunku wydłużenia okresu powrotu inflacji do celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat bieżącego poziomu stóp procentowych NBP, Rada uznała, że powinny one pozostać niezmienione. W uzasadnieniu tej decyzji wskazywano na wysoką obecnie niepewność co do kształtowania się aktywności gospodarczej i inflacji zarówno na świecie, jak i w Polsce, co utrudnia jednoznaczną ocenę prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę. Ponadto część członków Rady argumentowała, że stabilizacja parametrów polityki pieniężnej sprzyja, szczególnie w warunkach podwyższonej niepewności, utrzymaniu stabilności makroekonomicznej.

W ocenie niektórych członków Rady utrzymująca się na podwyższonym poziomie bieżąca inflacja i jej relatywnie długi okres oczekiwanego powrotu do celu mogą stanowić przesłanki do podwyżki stóp procentowych. Z drugiej jednak strony prawdopodobne osłabienie wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce powinno łagodzić presję inflacyjną w średnim okresie. W takiej sytuacji, w ocenie części członków Rady, zaostrenie polityki pieniężnej może dodatkowo osłabić krajowy wzrost gospodarczy i zwiększyć ryzyko ukształtowania się inflacji poniżej celu w długim okresie.

Dyskutując na temat kierunku przyszłej polityki pieniężnej, część członków Rady podtrzymała ocenę, że utrzymywanie się stosunkowo zrównoważonego bilansu czynników kształtujących przyszłą inflację uzasadnia stabilizację stóp procentowych na obecnym poziomie także w najbliższych kwartałach.

Oczekiwany przez nich scenariusz makroekonomiczny zakłada łagodne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego i jednocześnie stopniowe obniżanie się inflacji. Część członków Rady była natomiast zdania, że w przyszłości może być uzasadnione zacieśnienie polityki pieniężnej. Wskazuje na to ich zdaniem wysokie prawdopodobieństwo utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie w kolejnych kwartałach mimo oczekiwanego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego, za czym przemawia słabsza wrażliwość inflacji na ujemną lukę popytową, silniejsze przełożenie się zmian kursu walutowego na inflację w warunkach dużych i jednokierunkowych zmian kursu i stosunkowo wysoki wzrost podaży pieniądza.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast na scenariusze makroekonomiczne, które uzasadniałyby obniżenie w przyszłości stóp procentowych. Byłoby to, według nich, wskazane w warunkach silnego osłabienia tempa wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnym obniżeniu się inflacji do celu.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 11 stycznia 2012 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście oczekiwanego kształtowania się wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce. Na wzrost i inflację będą silnie wpływać zarówno uwarunkowania zewnętrzne (perspektywy wzrostu za granicą, sytuacja na rynkach finansowych, ceny surowców), jak i czynniki krajowe, a także kształtowanie się kursu walutowego.

Analizując sytuację w polskiej gospodarce, członkowie Rady wskazywali, że bieżące dane o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej, wskazują na wciąż relatywnie wysoki wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na stabilny przyrost kredytu – i to mimo wcześniejszego podwyższenia stóp procentowych – jako sygnał utrzymywania się relatywnie dobrej koniunktury. Jednocześnie podkreślano, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać obniżenia się dynamiki krajowej aktywności gospodarczej. Zwracano przy tym uwagę, że niepewność związana z otoczeniem polskiej gospodarki, w tym skala spowolnienia gospodarczego za granicą oraz potencjalne skutki zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych dla polskiej gospodarki, w połączeniu z niepewnością co do tempa i struktury dalszego zacieśnienia krajowej polityki fiskalnej, utrudniają ocenę tego, jak silne będzie osłabienie popytu w Polsce.

Omawiając uwarunkowania zewnętrzne koniunktury krajowej, członkowie Rady wskazywali, że napięcia na rynkach finansowych związane z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro utrzymują się, a prognozy wzrostu dla tej gospodarki są nadal rewidowane w dół. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że istnieje ryzyko silnego ograniczenia akcji kredytowej w krajach strefy euro, co dodatkowo pogorszyłoby perspektywy wzrostu tego obszaru. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że ryzyko dalszego istotnego pogorszenia prognoz wzrostu dla strefy euro, a w szczególności dla krajów będących ważnymi partnerami handlowymi Polski, jest ograniczone.

Zdaniem niektórych członków Rady napięcia w europejskim systemie bankowym mogą przełożyć się na ograniczenie akcji kredytowej w Polsce. Odnosząc się do ryzyka ograniczenia finansowania krajowej akcji kredytowej przez banki zagraniczne, inni członkowie Rady oceniali jednak, że jest ono niewielkie, a biorąc pod uwagę, iż znaczna część firm finansuje się ze środków własnych lub bezpośrednio z zagranicy, ewentualne ograniczenie podaży kredytów przez krajowe banki nie powinno przełożyć się na znaczące osłabienie aktywności przedsiębiorstw w Polsce.

Odnosząc się do perspektyw handlu zagranicznego, część członków Rady argumentowała, że osłabienie kursu złotego, poprzez poprawę konkurencyjności cenowej polskiej produkcji, będzie czynnikiem łagodzącym skutki spadku popytu zagranicznego na eksport z Polski. Inni członkowie Rady wskazywali, że duży udział handlu wewnątrzkorporacyjnego w polskim eksporcie powoduje, że wielkość wymiany handlowej jest mało wrażliwa na zmiany kursu walutowego. Większość członków Rady oceniała jednak, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać poprawy salda handlowego Polski i dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Zdaniem części członków Rady osłabienie koniunktury w Polsce może okazać się mniejsze niż dotychczas oczekiwano, na co wskazuje utrzymywanie się relatywnie stabilnej dynamiki produkcji pomimo obniżenia wyprzedzających wskaźników koniunktury. Przemawia za tym także utrzymujący się wzrost kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw oraz szybki przyrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Członkowie ci podkreślali przy tym, że aktywność w strefie euro będzie najłabsza w krajach najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużenia, które są jednak stosunkowo mało powiązane z polską gospodarką. Zwracali oni ponadto uwagę na to, że w poprzednich latach polska gospodarka rozwijała się stosunkowo szybko nawet przy słabym wzroście w strefie euro.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że spowolnienie wzrostu gospodarczego może być silniejsze niż wcześniej sądzono. Za realizacją takiego scenariusza, zdaniem tych członków Rady, przemawia pogarszanie się perspektyw inwestycji przedsiębiorstw wraz z oczekiwanym osłabieniem działalności inwestycyjnej sektora publicznego. Jednocześnie będące elementem zacieśnienia fiskalnego zamrożenie płac w sferze budżetowej będzie ograniczało wzrost konsumpcji. Podobny efekt będzie miało utrzymywanie się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie, co może ograniczać wzrost wynagrodzeń w całej gospodarce.

Omawiając przebieg procesów inflacyjnych, zwracano uwagę na większy od oczekiwań wzrost inflacji w listopadzie 2011 r. oraz rewizję w górę prognoz inflacyjnych na najbliższy rok, wynikające w znacznym stopniu z dotychczasowej deprecjacji złotego. Wskazywano, że utrzymywaniu się inflacji na podwyższonym poziomie towarzyszy istotny wzrost oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych i przedsiębiorstw.

Część członków Rady podkreślała, że choć inflacja w kolejnych miesiącach powinna zacząć się obniżać, to prawdopodobnie pozostanie dłużej niż dotychczas oceniano powyżej celu inflacyjnego. Wskazywano, że czynnikiem podwyższającym inflację pozostaje wzrost stawek podatków pośrednich oraz cen administrowanych.

Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że kształtowanie się jednostkowych kosztów pracy może słabiej niż w latach ubiegłych ograniczać presję inflacyjną. Ich zdaniem znaczące podniesienie płacy minimalnej, podwyższenie składki rentowej oraz rosnący odsetek długotermale

bezrobotnych, którzy nie stanowią istotnej konkurencji dla pracowników i aktywnie poszukujących pracy, w połączeniu z obniżeniem wydajności pracy wynikającym z oczekiwanego osłabienia koniunktury, będą bowiem oddziaływały w kierunku wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

Odnosząc się do zewnętrznych uwarunkowań procesów inflacyjnych, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że czynnikami utrudniającymi znaczące obniżenie inflacji w Polsce w średnim okresie będą trwale podwyższona inflacja za granicą oraz utrzymywanie się wysokich cen surowców związane – ich zdaniem – z silnie ekspansywną polityką pieniężną głównych banków centralnych, w tym ze znaczną nadpłynnością na światowych rynkach finansowych. Oprócz ekspansywnej polityki pieniężnej wysokim cenom surowców będą także sprzyjać: wciąż rosnący popyt ze strony krajów rozwijających się oraz możliwy wzrost napięć politycznych w krajach będących eksporterami surowców. Obniżenie krajowej inflacji będzie dodatkowo utrudniane, zdaniem tych członków Rady, przez słabszy antyinflacyjny wpływ importu z krajów o niskich kosztach wytwarzania, gdzie wzrost kosztów pracy przewyższa wzrost wydajności pracy i następuje względne umocnienie ich kursów walutowych.

Odnosząc się do dotychczasowej polityki pieniężnej, członkowie Rady oceniali, że dokonane w I połowie 2011 r. podwyżki stóp procentowych NBP, a następnie stabilizacja parametrów polityki pieniężnej w II połowie 2011 r. sprzyjały utrzymaniu stabilności makroekonomicznej. W ostatnich miesiącach 2011 r. nie potwierdziły się wcześniejsze sygnały o istotnym spowolnieniu gospodarczym w Polsce, a jednocześnie nastąpiło podwyższenie inflacji, przez co wzrosło ryzyko utrzymania się inflacji powyżej celu. Niektórzy członkowie Rady byli ponadto zdania, że mimo utrzymania niezmiennych stóp procentowych NBP deprecjacja kursu i wzrost inflacji doprowadziły do złagodzenia warunków monetarnych w ostatnich miesiącach.

Rozważając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy powinny pozostać niezmienione. Przemawia za tym przede wszystkim wysoka niepewność dotycząca aktywności gospodarczej w najbliższych kwartałach. W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady uznała natomiast, że w przypadku utrzymania się relatywnie wysokiego tempa krajowego wzrostu gospodarczego oraz podwyższonej inflacji, a także wysokich oczekiwań inflacyjnych, nie można wykluczyć podwyższenia stóp procentowych NBP. Zwracano uwagę, że w ocenie średniookresowych perspektyw wzrostu i inflacji pomocne będą napływające informacje o aktywności gospodarczej i procesach inflacyjnych w Polsce w najbliższych miesiącach, a także marcowa projekcja NBP.

Większość członków Rady podkreślała, że rozważenie w przyszłości decyzji o podwyższeniu stóp procentowych NBP byłoby uzasadnione w przypadku, gdyby aktywność gospodarcza uległa tylko nieznacznemu osłabieniu, a inflacja nie wykazywałaby wyraźnego trendu spadkowego. Ważnym uwarunkowaniem takiej decyzji byłoby również zakończenie rewizji w dół prognoz wzrostu dla strefy euro. Członkowie ci podkreślali ponadto, że w przyszłych decyzjach dotyczących polityki pieniężnej ważną rolę będzie odgrywała ocena realizacji dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w przypadku silnego osłabienia wzrostu gospodarczego lub istotnego wzmocnienia złotego uzasadnione może okazać się obniżenie stóp procentowych NBP.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lutego 2012 r.

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

Omawiając uwarunkowania zewnętrzne zwracano uwagę na dalsze rewizje w dół prognoz wzrostu PKB dla strefy euro, wskazujących obecnie na stagnację w tej gospodarce w 2012 r. Część członków Rady wskazywała przy tym, że dążenie banków do zwiększenia kapitałów własnych stwarza ryzyko dalszego ograniczenia akcji kredytowej w krajach strefy euro, co dodatkowo pogorszyłoby perspektywy wzrostu tego obszaru. Równocześnie wskazywano, że poprawiła się koniunktura w Stanach Zjednoczonych, choć niektórzy członkowie Rady argumentowali, że przyspieszenie konsumpcji, jakie nastąpiło w IV kw. 2011 r., może okazać się przejściowe i w kolejnych kwartałach należy oczekiwać osłabienia wzrostu w gospodarce amerykańskiej.

Analizując sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo utrzymującej się niepewności związanej z kryzysem fiskalnym w niektórych krajach strefy euro, poprawiły się nastroje na światowych rynkach finansowych. Znalazło to odzwierciedlenie w aprecjacji walut gospodarek wschodzących, w tym złotego. Członkowie Rady podkreślali jednocześnie, że trudno ocenić trwałość umocnienia się polskiej waluty, bo choć kurs równowagi jest najprawdopodobniej nadal silniejszy niż kurs rynkowy, to na kształtowanie się kursu złotego decydujący wpływ mają obecnie czynniki globalne, w tym przede wszystkim zmiany awersji do ryzyka na rynkach finansowych.

Omawiając perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego członkowie Rady wskazywali na sygnały spowalniania aktywności, a w szczególności na obniżanie się dynamiki polskiego eksportu do strefy euro, utrzymywanie się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie oraz osłabienie wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych. Zdaniem części członków Rady obniżenie krajowej aktywności gospodarczej może być jednak słabsze niż wcześniej oczekiwano, o czym może świadczyć poprawa niektórych wskaźników koniunktury wskazująca na relatywną odporność polskiej gospodarki na pogarszanie się koniunktury za granicą.

Część członków Rady oceniała jednak, że dynamika PKB w Polsce może obniżyć się istotnie, co – ich zdaniem – będzie wynikało z jednej strony z dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej, a z drugiej strony z obniżenia się dynamiki konsumpcji prywatnej w związku z procesem odbudowy oszczędności gospodarstw domowych, po istotnym obniżeniu stopy oszczędności w ostatnim okresie. Równocześnie, zdaniem tych członków Rady, niewielkie obniżenie się stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych, znaczny poziom niepewności oraz duży udział w inwestycjach przedsiębiorstw inwestycji odtworzeniowych, których realizację łatwo wstrzymać, powodują, że dalsze przyspieszenie inwestycji jest mało prawdopodobne. Z kolei umocnienie kursu złotego, w sytuacji słabnącej koniunktury za granicą, będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu krajowego PKB.

Odnosząc się do kształtowania się procesów inflacyjnych, członkowie Rady podkreślali, że oczekiwane osłabienie krajowej aktywności gospodarczej – związane zarówno ze spowolnieniem wzrostu w gospodarce światowej, jak i z zacieśnieniem krajowej polityki fiskalnej – będzie sprzyjało stopniowemu obniżaniu się inflacji. Także umocnienie kursu złotego na początku 2012 r. będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku niższej inflacji. Wskazywano, że presję inflacyjną w kolejnych kwartałach będzie również ograniczał podwyższony poziom bezrobocia i niska presja płacowa.

Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że od roku inflacja w Polsce utrzymuje się powyżej górnej granicy odchyień od celu, tj. 3,5%. Członkowie Rady podkreślali również, że krótkookresowe prognozy NBP wskazują na ryzyko, iż – pomimo pewnego obniżenia inflacji – w całym 2012 r. może się ona utrzymać powyżej celu inflacyjnego 2,5%. Z kolei długotrwałe utrzymywanie się inflacji powyżej celu – zdaniem niektórych członków Rady – rodzi ryzyko szerszej indeksacji umów, w tym dotyczących wynagrodzeń, co byłoby czynnikiem wzmacniającym uporczywość inflacji i utrudniającym jej obniżenie do poziomu celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali, że podobny efekt może mieć kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw na podwyższonym poziomie.

Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem podwyższającym krajową inflację pozostanie wzrost cen energii. W tym kontekście wskazywano, że utrzymujący się wzrost popytu na ropę w gospodarce światowej, przy ograniczonej skali zwiększenia jej podaży (zwłaszcza biorąc pod uwagę napięcia geopolityczne w rejonach jej wydobycia), mogą oddziaływać w kierunku wyższych cen ropy naftowej także w dłuższym horyzoncie, ograniczając spadek inflacji w Polsce. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że zgodnie z badaniami NBP, wzrósł odsetek firm planujących podwyższyć ceny swoich produktów w odpowiedzi na oczekiwany dalszy silny wzrost cen surowców i materiałów. Podwyższać krajową inflację może również – zdaniem niektórych członków Rady – wzrost inflacji za granicą, w przypadku gdy ekspansywna polityka głównych banków centralnych, w tym kolejne działania podejmowane przez nie w ramach luzowania ilościowego, zaczną przekładać się na globalną presję inflacyjną.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że w obliczu oczekiwanego osłabienia krajowej aktywności gospodarczej, wzrost dochodów budżetowych może być niższy od założonego, co – biorąc pod uwagę planowaną skalę zacieśnienia fiskalnego – stwarza ryzyko podniesienia podatków pośrednich. To z kolei przełożyłoby się na ponowny wzrost poziomu cen w polskiej gospodarce, wydłużając okres utrzymywania się podwyższonej inflacji.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że mimo utrzymania stóp NBP na niezmiennym poziomie w ostatnim okresie, obserwowany wzrost stóp na rynku międzybankowym w IV kw. ub.r. oznaczał zwiększenie restrykcyjności warunków monetarnych w Polsce, w szczególności w połączeniu z aprecjacją kursu złotego na początku 2012 r.

Część członków Rady oceniając poziom realnych stóp procentowych argumentowała jednak, że nie są one wysokie biorąc pod uwagę czynniki strukturalne oraz aktualną sytuację makroekonomiczną w Polsce. Członkowie ci zwracali również uwagę, że całkowity wzrost oprocentowania kredytów dla sektora prywatnego w 2011 r. był – mimo wzrostu stóp na rynku międzybankowym pod koniec 2011 r. – nieco niższy niż skala podwyżek stopy referencyjnej NBP dokonanych przez Radę w pierwszej połowie 2011 r. Członkowie ci podkreślali ponadto, że dynamika podaży pieniądza rośnie i obecnie kształtuje się na stosunkowo wysokim poziomie.

Rozważając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy powinny pozostać niezmienione. W odniesieniu do przyszłych decyzji, większość członków Rady podtrzymała ocenę, że w przypadku utrzymania się relatywnie wysokiego tempa krajowego wzrostu gospodarczego oraz podwyższonej inflacji, a także wysokich oczekiwań inflacyjnych, nie można wykluczyć podwyższenia stóp procentowych NBP. Większość członków Rady wskazywała przy tym, że spadek inflacji wynikający z oczekiwanego osłabienia popytu może okazać się wolniejszy niż dotychczas oceniano. W tym kontekście nadal podkreślano, że w ocenie średniookresowych perspektyw wzrostu i inflacji pomocne będą napływające informacje o aktywności gospodarczej i procesach inflacyjnych w Polsce w najbliższych miesiącach, a także marcowa projekcja NBP.

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

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

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

Tempo wzrostu gospodarczego na świecie nadal kształtuje się na niskim poziomie. Przyspieszeniu dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych towarzyszy recesja w strefie euro oraz osłabienie wzrostu w większości największych gospodarek wschodzących. Jednocześnie od ostatniego posiedzenia Rady nadal poprawiały się niektóre wskaźniki wyprzedzające, co sygnalizuje możliwość stabilizacji koniunktury w części gospodarek. Czynnikiem hamującym wzrost aktywności na świecie jest jednak utrzymujący się proces dostosowań w bilansach przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w części krajów rozwiniętych.

Inflacja na świecie pozostaje na podwyższonym poziomie, choć stopniowo spada. Jednym z głównych czynników podwyższających inflację są wysokie ceny surowców, w tym ceny ropy, które ponownie wzrosły w ostatnim okresie. Utrzymuje się niepewność związana z kryzysem zadłużeniowym w niektórych krajach strefy euro.

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.

Marcowa projekcja inflacji i PKB wskazuje, że tempo wzrostu PKB w kolejnych kwartałach ulegnie spowolnieniu, po czym od połowy 2013 r. – wraz z ożywieniem w gospodarce światowej – zacznie ponownie rosnąć. Jednocześnie inflacja będzie stopniowo obniżać się i zbliży się do celu inflacyjnego pod koniec 2013 r.

Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmienionych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 24 stycznia 2012 r. (cut-off date projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,6-4,5% w 2012 r. (wobec 2,5-3,9% w projekcji listopadowej), 2,2-3,6% w 2013 r. (wobec 2,2-3,7%) oraz 1,2-3,0%

w 2014 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,2-3,8% w 2012 r. (wobec 2,0-4,1% projekcji listopadowej), 1,1-3,5% w 2013 r. (wobec 1,5-4,0%) oraz 1,9-4,4% w 2014 r. Informacje, które napłynęły po 24 stycznia 2012 r., w szczególności niższe od oczekiwań dane o inflacji w styczniu oraz istotna aprecjacja złotego, obniżają prognozowaną inflację w latach 2012 i 2013 odpowiednio o 0,3-0,4 i 0,2-0,3 pkt. proc. w stosunku do marcowej projekcji Instytutu Ekonomicznego NBP.

W Polsce, dane o PKB w IV kw. ub.r., a także dane o produkcji i sprzedaży detalicznej na początku br. wskazują na utrzymywanie się relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego. Możliwość osłabienia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach nadal sygnalizuje jednak stosunkowo niski poziom większości wyprzedzających wskaźników koniunktury.

W IV kw. 2011 r. zwiększyła się liczba pracujących w gospodarce. Równoczesny wzrost liczby osób aktywnych zawodowo przyczynił się jednak do podwyższenia stopy bezrobocia, co wciąż ogranicza wzrost płac w gospodarce. Istotny wzrost dynamiki płac w przedsiębiorstwach w styczniu br. wynikał najprawdopodobniej z czynników przejściowych. Nadal zwiększała się akcja kredytowa dla przedsiębiorstw. W styczniu zmniejszyła się natomiast akcja kredytowa dla gospodarstw domowych, na co złożył się dalszy spadek kredytów konsumpcyjnych oraz spowolnienie wzrostu kredytów hipotecznych.

Według wstępnych danych GUS, w styczniu 2012 r. roczna inflacja CPI obniżyła się do 4,1%, pozostając jednak wyraźnie powyżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Szacunki NBP wskazują również na istotne obniżenie się inflacji bazowej. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych oraz analityków sektora finansowego – mimo pewnej poprawy – utrzymują się natomiast na podwyższonym poziomie. Utrzymuje się także wysoka dynamika cen producentów.

W ocenie Rady, w krótkim okresie inflacja – mimo oczekiwanego pewnego obniżenia – prawdopodobnie pozostanie powyżej celu inflacyjnego. Do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczyni się wcześniejsze osłabienie złotego oraz utrzymujące się wysokie ceny surowców, które mogą prowadzić do dalszego wzrostu cen energii.

W średnim okresie inflacja będzie natomiast ograniczana przez oczekiwane osłabienie wzrostu gospodarczego w warunkach utrzymującej się umiarkowanej dynamiki płac oraz kontynuowanego zacieśnienia polityki fiskalnej. Spadkowi inflacji sprzyja także aprecjacja złotego obserwowana na początku bieżącego roku.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Marzec 2012*.

Rozdział 4

PROJEKCJA INFLACJI I PKB

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

Projekcja marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2012 r. do IV kw. 2014 r. Punktem startowym projekcji jest IV kw. 2011 r. Datą zamknięcia bazy danych dla projekcji jest 24 stycznia 2012 r.

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

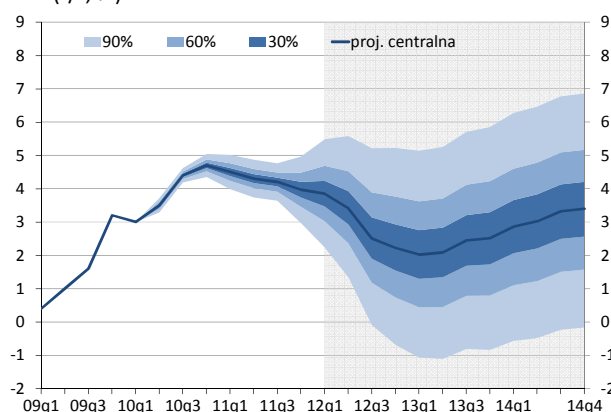
4.1. Synteza

Zgodnie z założeniami do marcowej projekcji inflacji, po dwóch latach wzrostu strefa euro od IV kw. 2011 r. ponownie znalazła się w fazie recesji. Jednocześnie ceny surowców energetycznych (ropy naftowej, gazu ziemnego i węgla kamiennego) wyrażone w złotych są obecnie wyższe od poziomów notowanych przed światowym kryzysem finansowym, do czego przyczynił się rosnący popyt ze strony rynków wschodzących, ograniczone możliwości wzrostu podaży surowców w krótkim okresie, utrzymujące się ryzyko polityczne w niektórych krajach wydobywających ropę naftową oraz słabszy poziom kursu złotego wobec głównych walut. Pomimo niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych, gospodarka polska wciąż rozwija się w szybkim tempie – wstępny szacunek GUS z 27 stycznia br. wskazuje, że w roku 2011 dynamika PKB wyniosła 4,3%. Wzrost gospodarczy w tym okresie wspierała wysoka absorpcja funduszy z budżetu UE (szacowana na ponad 60 mld zł) i, powiązane z nią, rosnące inwestycje publiczne, a także względnie korzystna sytuacja w Niemczech, będących głównym odbiorcą polskiego eksportu. Dodatkowym czynnikiem przyczyniającym się do utrzymania wysokiego tempa wzrostu PKB w IV kw. ub.r. było osłabienie złotego pozytywnie wpływające na konkurencyjność cenową krajowej produkcji. Przy jedynie umiarkowanym wpływie światowego kryzysu finansowego na sytuację gospodarstw domowych w Polsce (w stosunku do okresu sprzed kryzysu nastąpił wzrost liczby pracujących i płac realnych) oraz przedsiębiorstw (nadal wysoki wynik finansowy sektora), w ubiegłym roku także konsumpcja i inwestycje przedsiębiorstw miały istotny wkład do wzrostu PKB.

W horyzoncie projekcji pozytywny wpływ wymienionych powyżej czynników będzie

Wykres 4.1

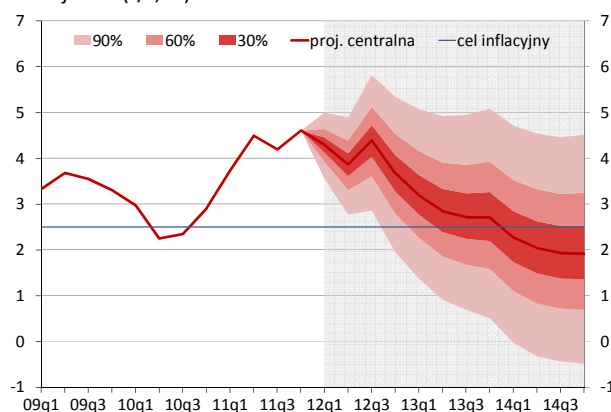
PKB (r/r, %).



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

Wykres 4.2

Inflacja CPI (r/r, %).



stopniowo wygasał. W 2012 r. prognozowany jest spadek PKB w strefie euro jako całości, a wzrost w gospodarce niemieckiej obniży się do poziomu jedynie nieznacznie wyższego od zera. Ponieważ osłabienie złotego pod koniec ubiegłego roku wynikało głównie ze wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych i zwiększyło odchylenie jego kursu od poziomu równowagi, w horyzoncie projekcji oczekiwane jest pewne umocnienie kursu względem poziomu z IV kw. ub.r. Oznacza to, że w średnim horyzoncie projekcji także kurs złotego przestanie być czynnikiem wspierającym krajowy wzrost gospodarczy. W latach 2012-2013 oczekiwane jest ponadto zacieśnienie polityki fiskalnej nakierowane na obniżenie deficytu SFP do poziomu umożliwiającego wyjście Polski z procedury nadmiernego deficytu. W latach 2013-2014 oczekiwane jest także obniżenie absorpcji funduszy unijnych oraz wydatków publicznych przeznaczonych na ich współfinansowanie. Wraz z pogorszeniem się sytuacji na rynku pracy, w horyzoncie projekcji zahamowane zostanie dalsze finansowanie konsumpcji spadkiem stopy oszczędności. Można zatem spodziewać się, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulegnie w horyzoncie projekcji wyraźnemu spowolnieniu (2,3% w 2013 r.), jakkolwiek pogorszenie krajowej koniunktury będzie nieco przesunięte w czasie (o około dwa kwartały) w stosunku do spowolnienia obserwowanego w strefie euro. W dłuższym horyzoncie projekcji, w ślad za poprawiającą się sytuacją za granicą, zahamowaniem procesu zacieśniania polityki fiskalnej, a także ograniczeniem spadkowej tendencji napływu funduszy UE, dynamika PKB wzrośnie do poziomu powyżej 3% r/r.

Inflacja CPI utrzyma się w krótkim horyzoncie projekcji na wysokim poziomie, zbliżonym do 4% r/r (Wykres 4.2), co jest skutkiem osłabienia złotego pod koniec ub.r., niekorzystnych uwarunkowań podażowych, utrzymujących krajowe ceny żywności i energii na wysokim poziomie, oraz działań regulacyjnych (wzrost

akcyzy na olej napędowy, wzrost stawki rentowej, polityka URE). W średnim horyzoncie projekcji inflacja obniży się ze względu na stopniowe wygasanie proinflacyjnego wpływu ubiegłorocznej deprecjacji kursu złotego, obniżenie się krajowego wzrostu gospodarczego oraz spadek cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych ze względu na spowolnienie w gospodarce światowej. Spadek inflacji w 2013 r. będzie częściowo ograniczony przez skutki wprowadzenia opłat za emisję CO₂, związanych z wdrożeniem przez Polskę Pakietu Energetyczno-Klimatycznego. W 2014 r. w kierunku niższej inflacji oddziaływać będzie umacniający się kurs walutowy i dalszy spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych. Spadkowi inflacji będzie sprzyjać także obniżenie podstawowej stawki podatku VAT do poziomu z 2010 r. oraz przewidywane zmniejszenie się w 2013 r. wpływu, jaki wprowadzenie opłat za emisję CO₂ będzie wywierało na wskaźnik CPI r/r. W wyniku oddziaływania powyższych czynników, przy umiarkowanej skali ożywienia gospodarczego, inflacja spadnie do poziomu poniżej celu inflacyjnego (Wykres 4.21).

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

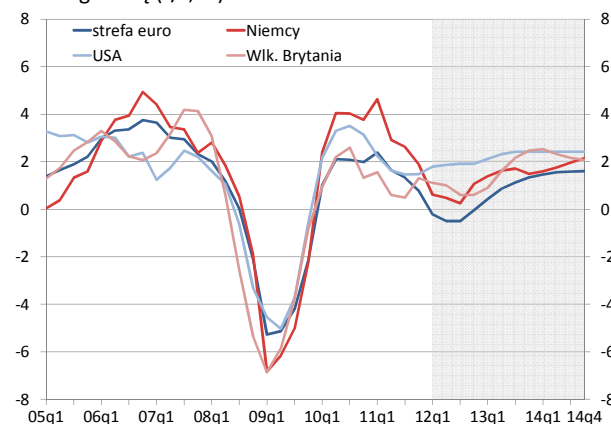
4.2. Otoczenie zewnętrzne

Informacje napływające w ciągu ostatniego kwartału ub.r. wskazują, że w 2012 r. gospodarka strefy euro (a także Wielkiej Brytanii) najprawdopodobniej będzie rozwijać się znacznie wolniej niż oczekiwano w poprzedniej rundzie progностycznej (Wykres 4.3). Za obniżeniem prognoz wzrostu gospodarczego w strefie euro przemawia nasilenie się obaw o ponowne zaostrenie się kryzysu zadłużeniowego oraz oczekiwane dalsze zacieśnienie polityki fiskalnej w części krajów strefy. Wysokie prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza jest odzwierciedlone m.in. w odczytach wskaźników bieżącej koniunktury (w szczególności wskaźnik ϵ -coin ukształtował się na poziomie sygnalizującym umiarkowaną recesję w tej grupie krajów już w IV kw. ub.r.) oraz w wyraźnym pogorszeniu nastrojów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, a także pogorszeniu warunków finansowania podmiotów gospodarczych w tej grupie krajów. W Stanach Zjednoczonych oczekuje się natomiast umiarkowanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, do czego powinno przyczynić się stopniowe ożywienie na rynku pracy oraz odbudowa popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. W dłuższym horyzoncie projekcji oczekiwana jest normalizacja sytuacji w strefie euro i stopniowy wzrost dynamiki PKB w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski.

Konsekwencją spadku aktywności gospodarczej w strefie euro oraz w Wielkiej Brytanii w 2012 r. jest m. in. obniżenie prognoz wzrostu cen w tych gospodarkach (Wykres 4.4), oraz niższy przebieg ścieżki stóp procentowych (Wykres 4.5), w porównaniu z projekcją listopadową. W bieżącej projekcji zakłada się, że podwyżki stóp procentowych w strefie euro - po możliwych obniżkach w krótszym horyzoncie projekcji - nie

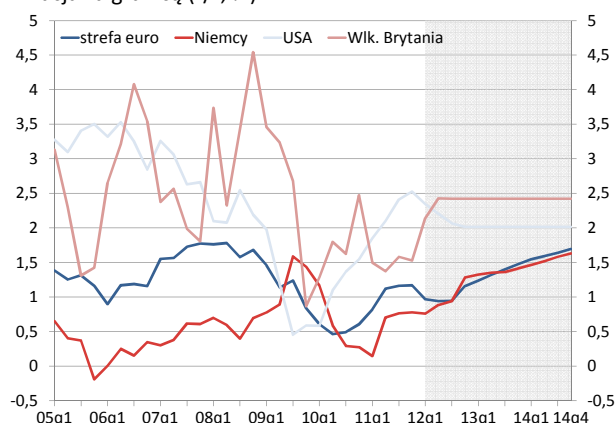
Wykres 4.3

PKB za granicą (r/r, %).



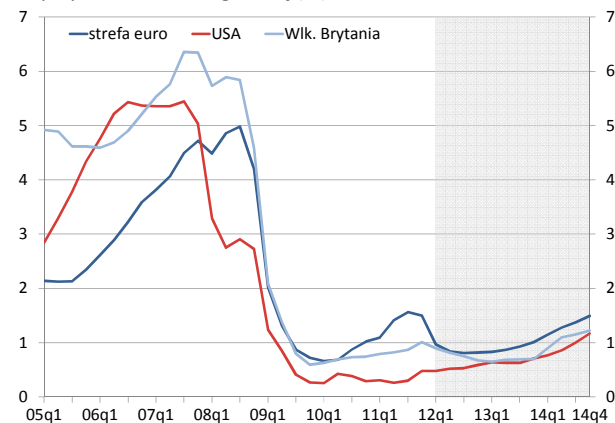
Wykres 4.4

Inflacja za granicą (r/r, %).



Wykres 4.5

Stopa procentowa za granicą (%).



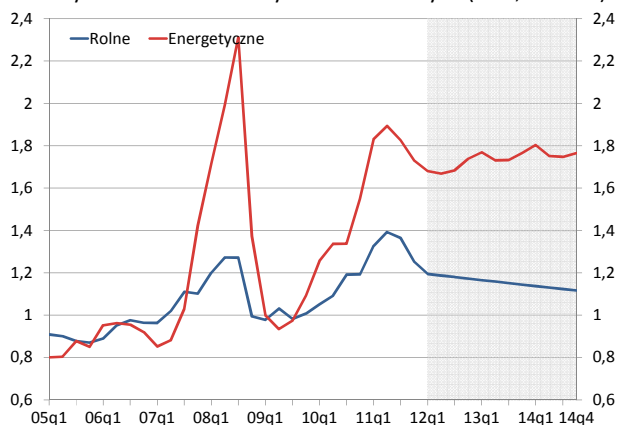
nastąpią wcześniej niż w II poł. 2013 r. Nie zmieniły się natomiast założenia wobec kształtowania się polityki pieniężnej w USA – podwyżki stóp są oczekiwane nie wcześniej niż w I poł. 2014 r. Wobec obniżenia się potencjalnego tempa wzrostu w gospodarkach europejskich, zmniejszenia się dysparytetu stóp procentowych oraz wzrostu niepewności związanej z trwającym kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, w bieżącej rundzie progностycznej założono, że kursu dolara względem euro będzie kształtował się na poziomie zbliżonym do 1,30, tj. niższym niż oczekiwano w poprzedniej projekcji.

Na kształtowanie się cen surowców energetycznych w horyzoncie projekcji (Wykres 4.6) mają wpływ mniej korzystne niż w poprzedniej rundzie projekcyjnej perspektywy wzrostu gospodarki światowej oraz nasilenie się ryzyka o charakterze geopolitycznym. Spowolnienie światowego wzrostu gospodarczego w 2012 r. przekłada się na obniżenie cen węgla kamiennego i gazu ziemnego. Spadek ten w mniejszym stopniu dotyczy cen ropy naftowej, ze względu na ryzyko pojawienia się ograniczeń w dostawach tego surowca, związanych z utrzymywaniem się napięć politycznych na Bliskim Wschodzie. Zakładamy, że w dłuższym horyzoncie projekcji nastąpi stopniowy wzrost popytu światowego, który spowoduje umiarkowany wzrost cen węgla kamiennego i gazu ziemnego (choć poziom cen tych surowców będzie niższy niż w poprzedniej rundzie progностycznej) oraz umiarkowany spadek cen ropy naftowej, ze względu na oczekiwane ustąpienie wpływu ryzyk geopolitycznych na ceny tego surowca.

Słabsza światowa koniunktura, zwłaszcza w 2012 r., przekłada się na osłabienie globalnego popytu na surowce rolne, wykorzystywane zarówno do celów konsumpcyjnych jak i przemysłowych. Dodatkowo, na obniżenie cen surowców rolnych w horyzoncie projekcji (Wykres 4.6) wpłynie oczekiwana poprawa

Wykres 4.6

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



warunków agrometeorologicznych do poziomu średniej wieloletniej, w porównaniu z niekorzystną sytuacją w tym względzie w latach ubiegłych. W dłuższym horyzoncie w tym samym kierunku powinny oddziaływać obniżające się ceny ropy naftowej, determinujące koszty produkcji produktów rolnych oraz ceny biopaliw.

4.3. Gospodarka polska w latach 2012-2014

Popyt zagregowany

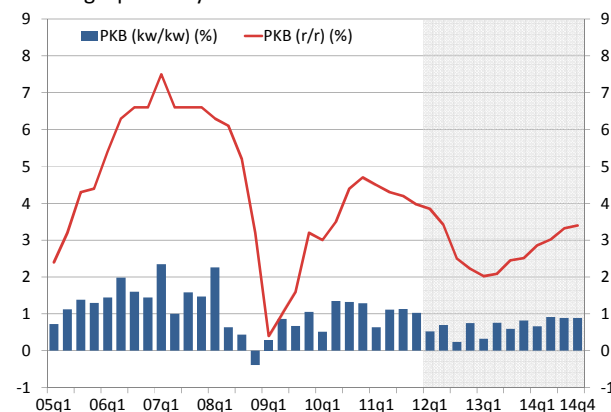
Szybka, w tempie ponad 4% r/r, odbudowa popytu krajowego, będąca źródłem wzrostu gospodarczego w okresie od II kw. 2010 r. do II kw. 2011 r., w II poł. 2011 r. uległa wyhamowaniu. Czynnikiem podtrzymującym wzrost PKB na poziomie zbliżonym do 4% r/r w ostatnich dwóch kwartałach stał się eksport netto wspierany przez słabszy kurs złotego. Do początku 2013 r. dynamika PKB będzie się obniżać, osiągając poziom zbliżony do 2% r/r (Wykres 4.7; Wykres 4.8). Niskie tempo wzrostu w latach 2012-2013 będzie efektem niekorzystnej koniunktury za granicą, działań obniżających krajowy deficyt SFP, zmniejszającej się absorpcji transferów z UE, ograniczenia tempa wzrostu konsumpcji oraz zakończenia procesu odbudowy zapasów.

W roku 2014 nastąpi stopniowa odbudowa popytu krajowego wspierana przez wzrost konsumpcji, zahamowanie procesu zacieśniania polityki fiskalnej, szybszy wzrost inwestycji przedsiębiorstw, ograniczenie spadkowej tendencji wykorzystania funduszy unijnych oraz stopniową poprawę koniunktury za granicą. Dynamika PKB zwiększy się do poziomu ponad 3% r/r, przy zmniejszającym się wkładzie do wzrostu eksportu netto.

W latach 2012-2013 dynamika spożycia indywidualnego obniży się w stosunku do lat

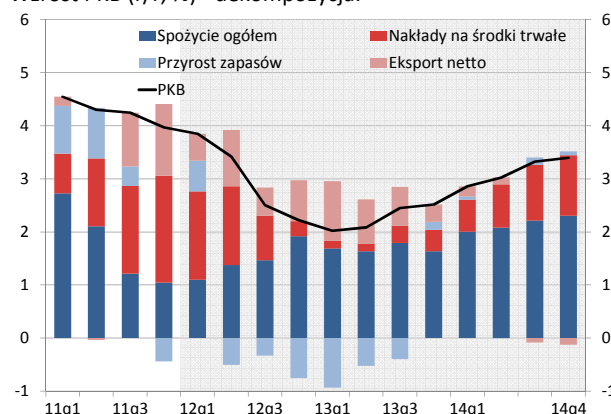
Wykres 4.7

Wzrost gospodarczy.



Wykres 4.8

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

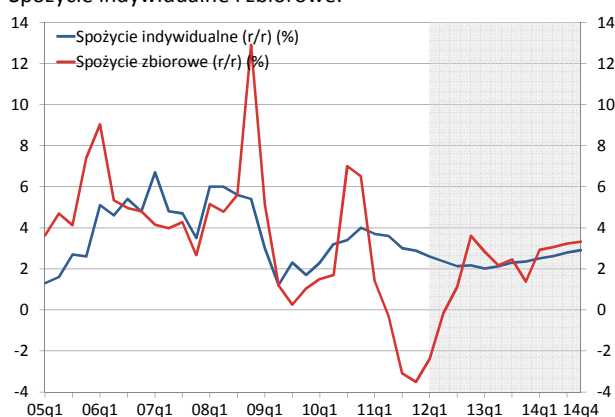


2010-2011, gdy była ona czynnikiem istotnie wspierającym wzrost gospodarczy (Wykres 4.9). Będzie to wynikało z pogorszenia sytuacji na rynku pracy (pociągającego za sobą obniżenie dynamiki dochodów z pracy najemnej), obniżenia wzrostu dochodów z działalności na własny rachunek (efekt spowolnienia gospodarczego), zmniejszenia się transferów socjalnych, a także utrzymującej się na względnie wysokim poziomie inflacji. Czynniki te sprawią, że wzrost realnych dochodów do dyspozycji będzie w latach 2012-2013 jedynie nieznacznie wyższy od zera. Specyficznym czynnikiem, który wspierał konsumpcję w latach 2010-2011 był spadek stopy oszczędności gospodarstw domowych. Biorąc jednak pod uwagę historycznie niską obecnie wysokość stopy oszczędności, spadek akcji kredytowej oraz rosnące obawy gospodarstw domowych o przyszłą koniunkturę, wpływ tego czynnika na wygładzania bieżącej konsumpcji będzie stopniowo wygasał. Spożycie zbiorowe, po spadku w 2011 roku, będzie w latach 2012-2013 rosnać w umiarkowanym tempie, w związku z działaniami konsolidacyjnymi w SFP (m.in. zamrożeniem płac w sferze budżetowej w 2012 r. oraz wprowadzonymi regułami wydatkowymi). W 2014 r. można oczekiwać niewielkiego wzrostu dynamiki spożycia indywidualnego, związanego z poprawą sytuacji na rynku pracy i wyższą dynamiką dochodów do dyspozycji (m.in. poprzez spadek inflacji) oraz spożycia zbiorowego ze względu na prawdopodobnie słabszy niż w poprzednich latach wpływ oddziaływania reguł wydatkowych.

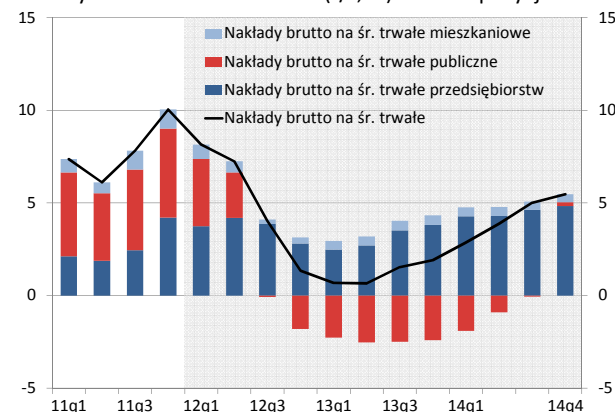
Dynamika nakładów brutto na środki trwałe obniży się w 2013 r. do 1,2% (względem wysokiej wartości, 8,7%, odnotowanej w 2011 r.), a następnie wzrośnie w 2014 r. do poziomu 4,3%. Na zmiany łącznej wielkości inwestycji w tym okresie w największym stopniu wpływają zmiany inwestycji publicznych (Wykres 4.10), finansowanych w istotnej części napływem funduszy strukturalnych UE (Wykres 4.11). Absorpcja transferów kapitałowych UE oraz

Wykres 4.9

Spożycie indywidualne i zbiorowe.

**Wykres 4.10**

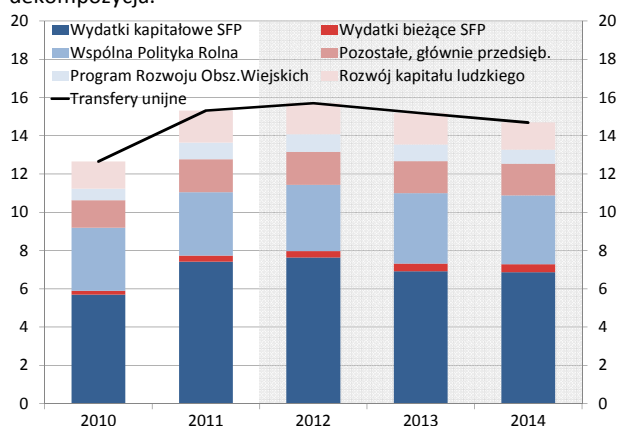
Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) - dekompozycja.



wydatki sektora finansów publicznych na ich współfinansowanie, utrzymają się w bieżącym roku na poziomie zbliżonym do roku 2011, po czym obniżą się w latach 2013-2014 (Wykres 4.11). Na taki scenariusz wskazują plany rządowe przedstawione w projekcie *Ustawy budżetowej na rok 2012* oraz w *Programie Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015*. W kierunku obniżenia dynamiki inwestycji publicznych będzie oddziaływać także prawdopodobne ograniczenie nakładów inwestycyjnych przez jednostki samorządu terytorialnego, ze względu na wzrost ich zadłużenia oraz obowiązujące reguły fiskalne. Dynamika nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw będzie natomiast w latach 2012-2013 względnie stabilna. Istotne obniżenie inwestycji przedsiębiorstw w okresie ostatniego spowolnienia (a więc zwlekanie z podejmowaniem nowych projektów inwestycyjnych) zwiększa zakres potrzebnych inwestycji odtworzeniowych, co odzwierciedlone jest w rosnącym wykorzystaniu mocy produkcyjnych. Z tego względu, pomimo pogarszającej się w najbliższych kwartałach sytuacji w strefie euro oraz spowolnienia w gospodarce krajowej, spadek dynamiki inwestycji przedsiębiorstw będzie ograniczony. Sprzyjać temu będzie dobra sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw oraz niski koszt użytkowania kapitału (wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP i względnie wysokiej stopie inflacji). W 2014 r., przyspieszenie tempa wzrostu nakładów brutto ogółem wynikać będzie z wyższej dynamiki kapitałowych transferów unijnych (nastąpi stabilizacja napływu funduszy w porównaniu do ich znaczącego obniżenia się w 2013 r.) oraz rosnących w coraz szybszym tempie inwestycji przedsiębiorstw (co jest związane z poprawą koniunktury w kraju i za granicą). Dynamika inwestycji mieszkaniowych w horyzoncie projekcji obniży się do poziomu zbliżonego do tempa wzrostu konsumpcji, do czego przyczyni się oczekiwane zaostrzenie polityki kredytowej przez banki (por. *Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki*

Wykres 4.11

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



ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2012, NBP). Czynnikiem ograniczającym obniżenie tempa wzrostu tej kategorii w horyzoncie projekcji będzie, oprócz niskiego poziomu realnych stóp procentowych, relatywnie wysoka stopa zwrotu z inwestycji deweloperskich przy obecnej relacji cen mieszkań do kosztów ich budowy (por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2011 r.*, NBP).

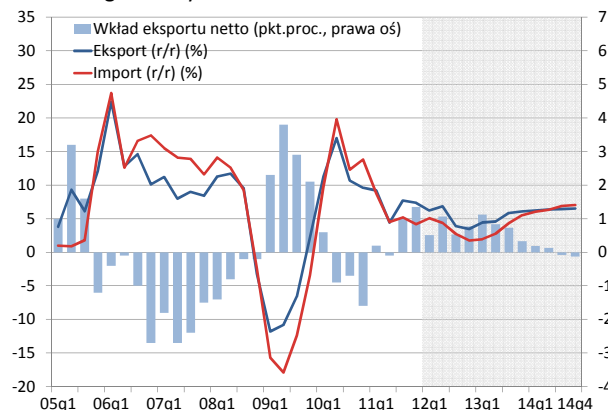
Po szybkim wzroście eksportu i importu w 2010 r. i w I poł. 2011 r., związanym z odbudową relacji handlowych po wcześniejszym załamaniu światowego handlu, oczekuje się w latach 2012-2014 spadku dynamiki wolumenu handlu zagranicznego ze względu na niższy wzrost za granicą i osłabienie popytu wewnętrznego w Polsce (Wykres 4.12). Obniżenie tempa wzrostu importu będzie jednak większe niż eksportu z uwagi na większą wrażliwość pierwszej z tych kategorii na zmiany koniunktury w kraju i za granicą, a w krótkim horyzoncie projekcji także z powodu osłabienia złotego w 2011 r., poprawiającego konkurencyjność cenową producentów krajowych. W konsekwencji, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostanie dodatni do połowy 2014 r., a następnie, wraz z poprawą sytuacji w gospodarce krajowej oraz umacniającym się kursem złotego, saldo handlu zagranicznego zacznie ujemnie oddziaływać na wzrost gospodarczy.

Równowaga makroekonomiczna

Stosunkowo szybki wzrost PKB w 2011 r. przy obniżonej, po okresie światowego kryzysu finansowego, dynamice produktu potencjalnego przełożył się na wzrost luki popytowej do 1,3% na koniec 2011 roku. W średnim okresie projekcji, w ślad za spowolnieniem gospodarczym, nastąpi zacieśnienie dodatniej luki popytowej, a następnie jej nieznaczne rozszerzenie wraz ze wzrostem aktywności gospodarczej w 2014 roku

Wykres 4.12

Handel zagraniczny.



(dynamika potencjalnego PKB pozostanie w całym horyzoncie projekcji na poziomie zbliżonym do 3% r/r; Wykres 4.13).

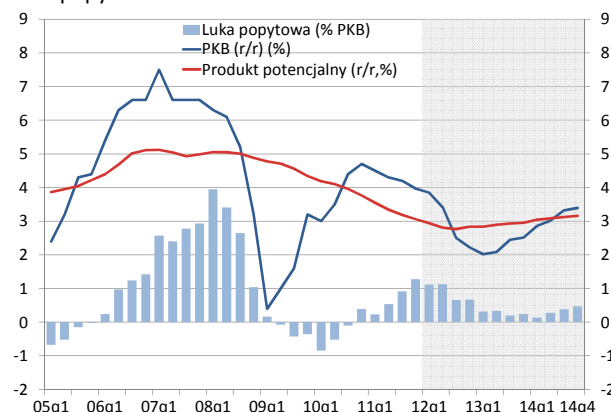
Czynnikami obniżającym nieznacznie dynamikę produktu potencjalnego w krótkim horyzoncie projekcji (Wykres 4.14) jest wyhamowanie wzrostu stopy aktywności zawodowej (ze względu na rosnący udział osób w wieku poprodukcyjnym oraz spowolnienie gospodarcze) oraz liczby ludności (związane z odwróceniem obserwowanych w latach 2009-2010 tendencji, tj. ograniczeniem migracji powrotnych oraz wzrostem emigracji, w tym do Niemiec i Austrii). W dłuższym horyzoncie projekcji niewielki wzrost dynamiki produktu potencjalnego będzie wynikiem stopniowego powrotu tempa wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP) do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego oraz szybszej akumulacji kapitału prywatnego (odzwierciedlającej wzrost inwestycji przedsiębiorstw), przy negatywnym wpływie obniżającego się wzrostu kapitału publicznego.

Rozwój sytuacji na rynku pracy będzie w horyzoncie projekcji powiązany ze zmianami aktywności gospodarczej (Wykres 4.15; Wykres 4.16; Wykres 4.17). Wraz z oczekiwanym spowolnieniem, tempo wzrostu liczby pracujących będzie się stopniowo obniżać, stając się ujemne od końca 2012 r. Jednakże ze względu na jednoczesne zmniejszanie się liczby osób aktywnych zawodowo, wzrost stopy bezrobocia w horyzoncie projekcji będzie ograniczony. Luka bezrobocia pozostanie więc ujemna (choć bliska zera), co ograniczy przełożenie się spowolnienia gospodarczego na tempo wzrostu wynagrodzeń. W efekcie dynamika jednostkowych kosztów pracy w horyzoncie projekcji obniży się, ale pozostanie na poziomie przekraczającym 2% r/r. W krótkim horyzoncie wzrost jednostkowych kosztów pracy będzie podtrzymywany dodatkowo przez podniesienie stawki rentowej od lutego br.

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

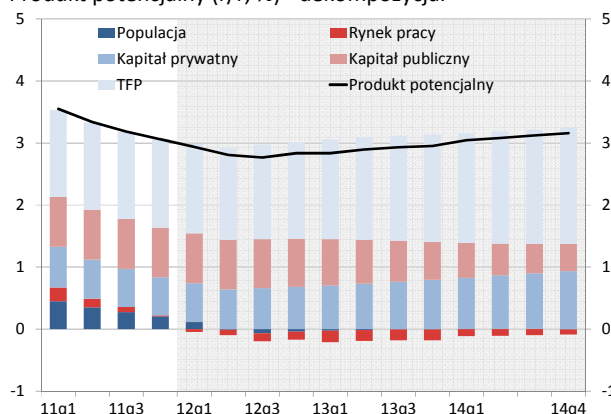
Wykres 4.13

Luka popytowa.



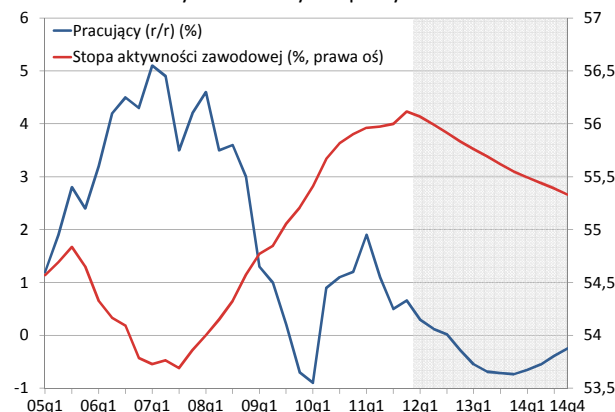
Wykres 4.14

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



Wykres 4.15

Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy.



ujemne saldo obrotów handlowych w dużym stopniu kompensowane będą napływem funduszy unijnych. Nierównowaga zewnętrzna, mierzona stosunkiem deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB ulegnie nieznacznej poprawie względem lat poprzednich, stabilizując się w latach 2012-2014 r. na poziomie 2,2-2,5% – wpływ poprawiającego się salda handlowego równoważony jest przez zmniejszający się, po zakończeniu obecnej perspektywy budżetowej, napływ transferów z UE oraz pogorszenie się salda dochodów.

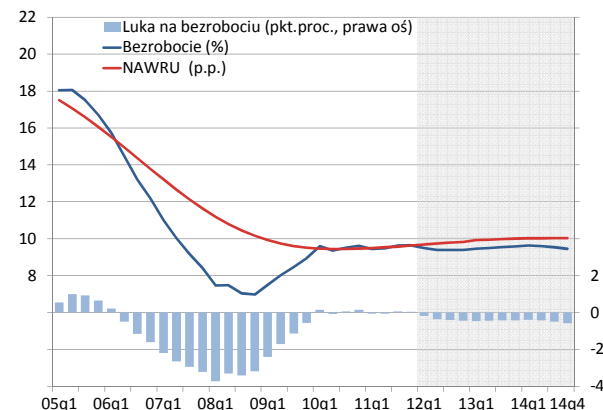
Kurs walutowy i inflacja

W IV kw. 2011 nastąpiło dalsze osłabienie kursu złotego związane z rosnącymi obawami o możliwość finansowania rosnącego poziomu zadłużenia niektórych krajów strefy euro oraz problemami płynnościowymi części banków europejskich. Można oczekiwać, że niedowartościowany obecnie kurs złotego w horyzoncie projekcji będzie się stopniowo umacniał, zbliżając się do poziomu równowagi. Skala umocnienia kursu będzie jednak osłabiana przez niski wzrost w kraju i za granicą, co ograniczać będzie napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych do Polski. W tym samym kierunku będzie oddziaływał zmniejszający się dysparytet stóp procentowych, wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP.

Umocnianie się kursu złotego i umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego sprawiają, że inflacja bazowa będzie obniżać się w horyzoncie projekcji do 2,0% w 2014 roku (Wykres 4.19). W krótkim okresie spadek ten będzie ograniczany przez szybko rosnące ceny importu (Wykres 4.18), wzrost jednostkowych kosztów pracy (w efekcie podwyżki stawki rentowej), a w 2013 roku – przez skutki wdrożenia Pakietu Klimatyczno-Energetycznego. W 2014 roku oczekiwany jest powrót podstawowej stawki VAT do 22%,

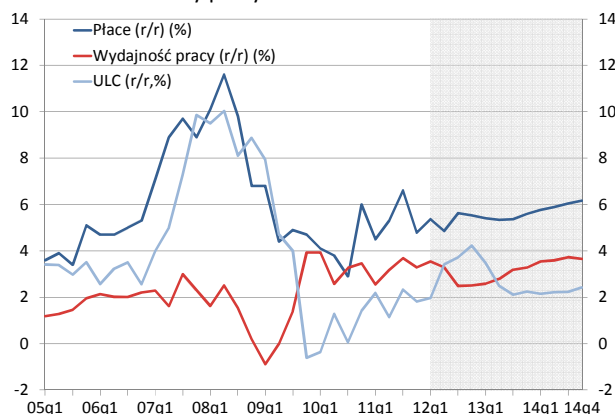
Wykres 4.16

Bezrobocie.



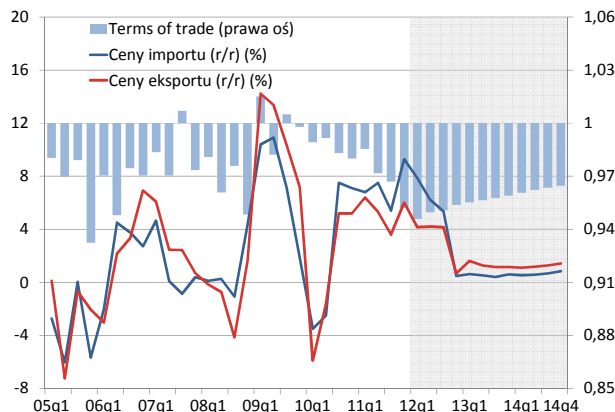
Wykres 4.17

Jednostkowe koszty pracy.



Wykres 4.18

Terms-of-trade.



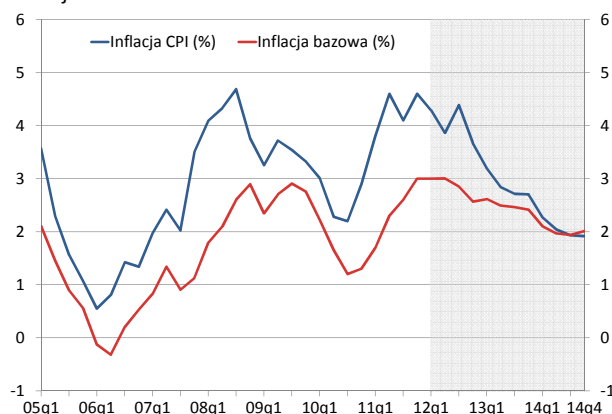
co ograniczy wpływ poprawy koniunktury gospodarczej na inflację bazową w tym okresie.

Tempo wzrostu krajowych cen żywności spowolni w horyzoncie projekcji do 0,6% w 2014 roku (choć kształt ścieżki cen żywności w krótkim okresie jest zaburzony przez efekt bazy związany z wysokimi cenami żywności w II kw. 2011 r.; Wykres 4.20). Na tak silne ograniczenie dynamiki cen żywności, oprócz umacniającego się kursu oraz niższego wzrostu gospodarczego (czyli czynników obniżających również dynamikę pozostałych kategorii cen konsumpcyjnych), wpłyną także obniżające się w całym horyzoncie projekcji ceny surowców rolnych na rynkach światowych. W krótkim horyzoncie projekcji, wraz z powrotem uwarunkowań agrometeorologicznych do przeciętnego wieloletniego poziomu, spodziewana jest także poprawa warunków podaży (w porównaniu do roku 2011), sprawiająca, że relacje popytowo-podażowe na krajowym rynku surowców rolnych ustabilizują się.

Inflacja cen energii w krótkim horyzoncie projekcji utrzyma się na wysokim poziomie (9,1% w 2012 roku) ze względu na rosnące ceny surowców energetycznych na rynkach światowych (wyrażone w złotych), podwyższenie stawki akcyzy na olej napędowy od 2012 r., a także zatwierdzone przez URE podwyżki cen nośników energii. W średnim i długim horyzoncie projekcji ceny surowców energetycznych na rynkach światowych ustabilizują się, co przy jednoczesnej stopniowej aprecjacji złotego, obniży dynamikę cen energii, jednak nadal pozostanie ona wyższa niż inflacja CPI. W 2013 r. czynnikiem podwyższającym inflację cen energii będzie możliwe przełożenie na ceny energii elektrycznej wzrostu kosztów sektora energetycznego związanego z zakupami uprawnień do emisji CO₂. W 2014 r. wpływ wdrożenia Pakietu Energetyczno-Klimatycznego (PEK) na dynamikę cen energii będzie mniejszy, choć nadal dodatni. Obniżeniu tempa wzrostu

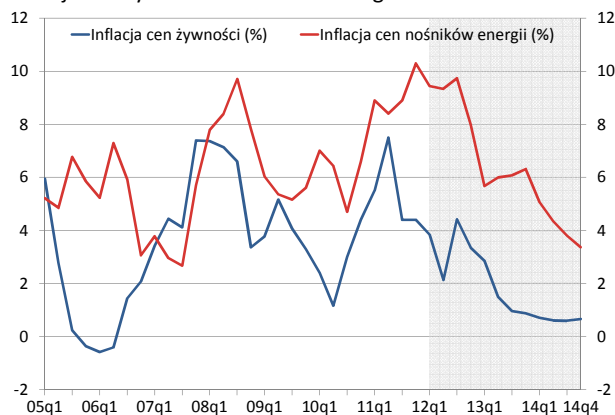
Wykres 4.19

Inflacja CPI i bazowa.



Wykres 4.20

Inflacja cen żywności i nośników energii.

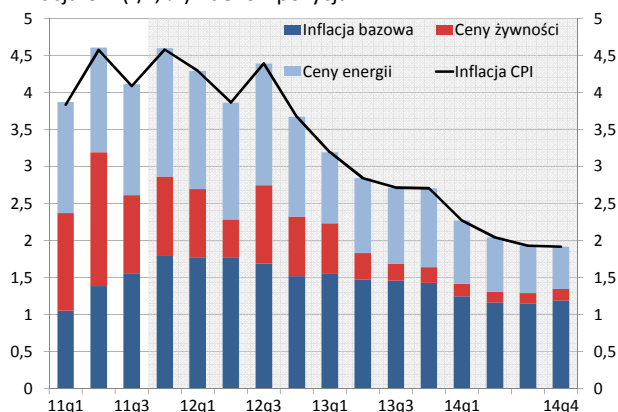


cen energii w ostatnim roku projekcji sprzyjać powinna także zmiana podstawowej stawki VAT.

W efekcie powyższych uwarunkowań dynamika CPI utrzymywać się będzie w 2012 roku na poziomie zbliżonym do roku ubiegłego (4,1% r/r). Relatywnie wysoki poziom inflacji CPI w bieżącym roku będzie wypadkową silnego osłabienia złotego w ostatnim kwartale 2011 r., czynników o charakterze regulacyjnym (wzrost akcyzy na olej napędowy, wzrost stawki rentowej, polityka URE) i sytuacji na światowych rynkach surowców energetycznych, przy umiarkowanej presji popytowej. W średnim horyzoncie projekcji, wraz ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego oraz pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, inflacja obniży się do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego NBP, przy czym wdrażanie PEK będzie ograniczać tempo powrotu inflacji do celu (Wykres 4.21). W 2014 r. kontynuowany będzie spadkowy trend stopy inflacji (inflacja CPI obniży się do 2%), czemu sprzyjać będzie kształtowanie się cen surowców na rynkach światowych (spadające ceny surowców rolnych oraz obniżająca się dynamika cen surowców energetycznych), umacniający się kurs złotego oraz obniżka podstawowej stawki VAT. Spadek stopy inflacji będzie ograniczany przez umiarkowane ożywienie gospodarcze, odzwierciedlone w nieznacznie rosnącej luce popytowej. Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP w całym horyzoncie projekcji, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale 1,5%-3,5% rośnie z 3% w I kw. 2012 r. do średnio 51% w latach 2013-2014.

Wykres 4.21

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



4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Głównymi czynnikami odpowiadającymi za zmianę ścieżki inflacji i PKB pomiędzy listopadową a marcową rundą prognostyczną są: deprecjacja złotego, pogorszenie perspektyw wzrostu

gospodarczego za granicą oraz dane o handlu zagranicznym, spożyciu zbiorowym i indywidualnym, które ukazały się w okresie pomiędzy rundami prognostycznymi. W efekcie tych zmian prognozowana roczna dynamika cen konsumenta w 2012 r. jest wyższa o 1,0 pkt. proc., w porównaniu z projekcją listopadową, natomiast w roku 2013 ukształtuje się tylko nieznacznie powyżej (o 0,1 pkt. proc.) ścieżki inflacji CPI z poprzedniej rundy prognostycznej. Projektacja wzrostu gospodarczego ukształtuje się w latach 2012-2013 poniżej (0,1-0,5 pkt. proc.) ścieżki z projekcji listopadowej (Tabela 4.1). Dokładniejsze przyczyny różnic pomiędzy ścieżkami PKB i inflacji w projekcji marcowej i listopadowej omówiono poniżej.

PKB

W 2011 r. na nieznaczne podwyższenie prognozowanej⁵² dynamiki PKB (o 0,2 pkt. proc.) złożył się głównie wyższy wkład eksportu netto do wzrostu przy obniżeniu spożycia ogółem. Zmiana pomiędzy projekcjami wynika przede wszystkim z uwzględnienia danych, które ukazały się po już po zamknięciu projekcji listopadowej. Opublikowane przez GUS szacunki PKB za III kw. br. wskazują na obniżenie tempa wzrostu spożycia indywidualnego w wyniku spadku dochodów do dyspozycji oraz niższej dynamiki funduszu płac. Również niższe niż przewidywane zużycie pośrednie SFP przekłada się na zmniejszenie dynamiki spożycia zbiorowego. Wyższy, niż prognozowano w listopadzie, wkład eksportu netto do wzrostu w 2011 r. jest w istotnej części wynikiem niższego spożycia ogółem, obniżającego dynamikę importu, oraz osłabienie złotego z końca ub.r.

Nieznaczne obniżenie prognozy PKB w roku 2012, o 0,1 pkt. proc., wynika z negatywnego wpływu na gospodarkę krajową pogorszenia, w stosunku

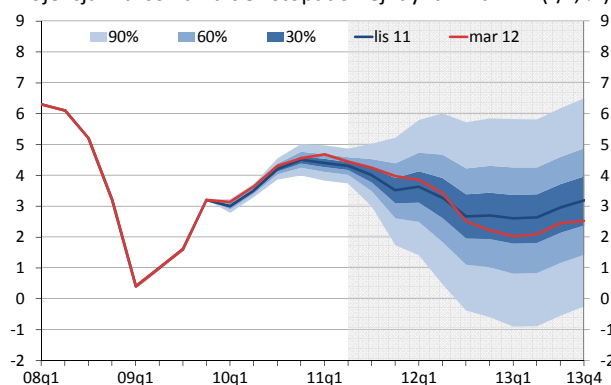
Tabela 4.1

Projektacja marcową na tle listopadowej.

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

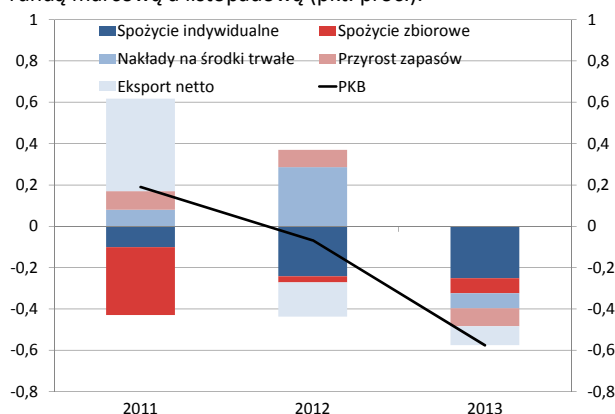
Wykres 4.22

Projektacja marcową na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %).



Wykres 4.23

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



⁵² W momencie formułowania założeń do projekcji marcowej nie były jeszcze znane dane o całym 2011 r. – stąd szacunki PKB za 2011 rok również mają charakter prognozy.

do oczekiwań z poprzedniej rundy prognostycznej, perspektyw wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski, w tym zwłaszcza krajów strefy euro, oraz wysokich cen ropy naftowej wyrażonych w złotych. Efekt ten jest w znacznej części kompensowany słabszym niż projekcji listopadowej kursem złotego, wyższym punktem startowym projekcji oraz obniżeniem realnej stopy procentowej (wypadkowa wyższej inflacji i założenia o stałej stopie procentowej NBP). W większym stopniu obniżeniu uległa prognozowana dynamika PKB w 2013 r. (o 0,5 pkt. proc. wobec oczekiwań z projekcji listopadowej) Rewizja prognozy PKB w tym horyzoncie wynika z pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą, przy jednoczesnym wygasaniu pozytywnego wpływu osłabienia kursu złotego oraz punktu startowego.

Inflacja

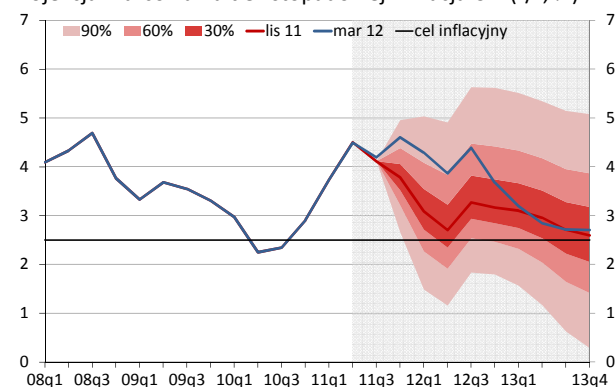
W 2011 r. wzrost cen konsumenta był wyższy o 0,2 pkt. proc. niż w projekcji listopadowej. Główną przyczyną wyższej od oczekiwań inflacji było osłabienie kursu złotego przekładające się na wyższe notowania cen surowców rolnych i energetycznych wyrażone w walucie krajowej (wpływające na krajowe ceny żywności i energii).

W 2012 r. prognozowane tempo wzrostu cen konsumenta jest o 1,0 pkt. proc. wyższe niż w projekcji listopadowej. Pomimo spadku cen surowców energetycznych oraz rolnych (wyrażonych w dolarach), słabszy kurs złotego przekłada się na wyższe tempo wzrostu krajowych cen energii i żywności. Wzrost inflacji jest także skutkiem podniesienia składki rentowej, podwyższającej poziom jednostkowych kosztów pracy. W kierunku obniżenia inflacji w 2012 r. oddziałuje natomiast niższa aktywność gospodarcza w Polsce.

W projekcji marcowej dynamika cen konsumenta w roku 2013 r. jest już tylko o 0,1 pkt. proc.

Wykres 4.24

Projekcja marcowa na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %).



wyższa w porównaniu do projekcji z listopada. Zmniejszenie różnicy pomiędzy stopą inflacji w projekcji listopadowej i marcowej, w stosunku do 2012 r., jest efektem silniejszego przełożenia spowolnienia w Polsce i na świecie na ceny krajowe oraz wygaśnięcia proinflacyjnego oddziaływania osłabienia złotego, przy podobnym wpływie na stopę inflacji w 2012 i 2013 r. wzrostu stawki rentowej.

4.5. Źródła niepewności projekcji

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

Otoczenie zewnętrzne i kurs walutowy

Otoczenie zewnętrzne nadal pozostaje najważniejszym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB. Prognozy wzrostu gospodarczego dla krajów rozwiniętych obniżyły się w stosunku do projekcji listopadowej, przy czym spadek ten w największym stopniu dotyczył krajów członkowskich UE. Głównym czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro pozostaje obecnie sposób rozwiązywania kryzysu zadłużeniowego państw strefy euro. Ewentualna dalsza eskalacja kryzysu, pociągająca za sobą wzrost awersji do ryzyka może przełożyć się na ponowny wzrost oprocentowania papierów dłużnych części krajów strefy euro i w efekcie, oprócz problemów z emisją nowego długu i rolowaniem obecnego zadłużenia przez te kraje, może doprowadzić do pogorszenia sytuacji płynnościowej części banków europejskich. Jednoczesne dążenie banków do poprawy współczynników wypłacalności może przyspieszyć proces delewarowania i przyczynić się do dalszego ograniczenia akcji kredytowej dla sektora prywatnego (także przez powiązane kapitałowo z bankami strefy euro banki działające

Wykres 4.25

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

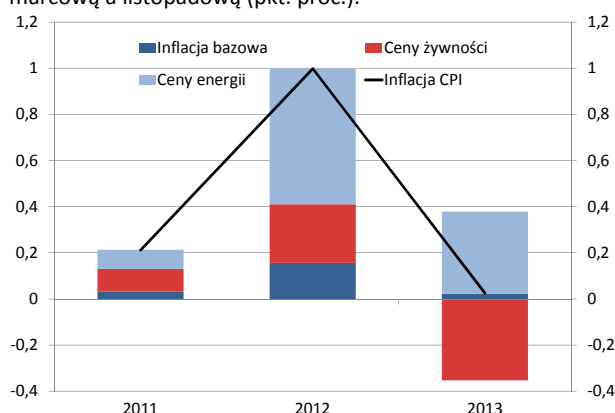


Tabela 4.2

Prawdopodobieństwo że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
12q1	0,00	0,00	0,03	0,51	0,03
12q2	0,00	0,02	0,30	0,52	0,30
12q3	0,00	0,02	0,18	0,52	0,18
12q4	0,02	0,13	0,44	0,51	0,42
13q1	0,06	0,26	0,60	0,49	0,54
13q2	0,12	0,37	0,69	0,48	0,57
13q3	0,15	0,41	0,70	0,48	0,55
13q4	0,18	0,42	0,70	0,48	0,52
14q1	0,28	0,55	0,79	0,49	0,51
14q2	0,34	0,61	0,83	0,49	0,48
14q3	0,37	0,63	0,84	0,48	0,47
14q4	0,37	0,63	0,84	0,48	0,46

w Polsce). Trudna do przewidzenia pozostaje również reakcja rządów i banków centralnych krajów rozwiniętych na taki rozwój sytuacji.

Istotnym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB jest przyszłe kształtowanie się kursu złotego, w dużej mierze uwarunkowane rozwojem sytuacji w strefie euro.

Ocenia się, że wymienione powyżej źródła niepewności, związane z otoczeniem zewnętrznym polskiej gospodarki, zwiększają prawdopodobieństwo ukształtowania się dynamiki PKB poniżej ścieżki centralnej projekcji, w przypadku zaś inflacji efekt niższego wzrostu PKB i niższych cen surowców może zostać zrównoważony przez wpływ słabszego kursu złotego.

Popyt wewnętrzny

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest reakcja gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw na przyszłe zacieśnienie fiskalne oraz rozwój sytuacji za granicą. Oczekiwane zacieśnienie fiskalne prawdopodobnie wpłynie pozytywnie na ocenę wiarygodności kredytowej Polski. Ponadto rozwój sytuacji w kraju i za granicą może przyczynić się do poprawy postrzegania Polski w oczach inwestorów zagranicznych i przełożyć się na większy napływ kapitału, w tym inwestycji bezpośrednich. W konsekwencji wzrost konsumpcji i inwestycji przedsiębiorstw w przyszłości może okazać się wyższy, czemu może sprzyjać rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych w gospodarce, wysoka płynność finansowa przedsiębiorstw oraz niskie realne stopy procentowe.

Ceny żywności i energii w Polsce

Źródłem niepewności projekcji jest trudny do przewidzenia wpływ polityki regulacyjnej oraz sytuacji na światowym rynku surowcowym na

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

4.6. Omówienie danych, które napłynęły po 24 stycznia 2012 r.

Dane, które napłynęły po 24 stycznia br., dacie zamknięcia bazy danych dla projekcji, wskazują, że w wyniku materializacji części ryzyk związanych z głównymi obszarami niepewności (przedstawionymi w punkcie 4.5), inflacja w krótkim i średnim horyzoncie projekcji może ukształtować się poniżej ścieżki centralnej. Jednocześnie dane te wpływają neutralnie na prognozę wzrostu gospodarczego.

Na możliwą niższą realizację prognozy inflacji mają wpływ zarówno bieżące dane o inflacji CPI jak i wynikające z poprawy nastrojów na globalnych rynkach finansowych umocnienie złotego w lutym br. W przeciwnym kierunku oddziałuje natomiast wzrost notowań cen ropy naftowej i gazu ziemnego na rynkach światowych,

który miał miejsce w lutym br. Wpływ powyższych informacji obniża prognozowany roczny wskaźnik inflacji o około 0,3-0,4 pkt. proc. w 2012 r. i 0,2-0,3 pkt. proc. w 2013 r. Uwzględnienie tych danych nie zmienia więc przedstawionej w niniejszym rozdziale oceny, że inflacja w krótkim okresie pozostanie na podwyższonym poziomie, by w 2013 r. powrócić w okolice celu inflacyjnego, choć powrót ten może być nieco szybszy niż przedstawiono to w scenariuszu centralnym projekcji.

Dane, które napłynęły po 24 stycznia br. nie zmieniły natomiast istotnie średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego. Z jednej strony korzystne dane ze sfery realnej za IV kw. ub.r. i styczeń br. wskazują, że dynamika PKB w krótkim okresie może ukształtować się powyżej ścieżki centralnej projekcji, z drugiej jednak strony w kolejnych kwartałach wzrastać będzie negatywny wpływ mocniejszego kursu złotego, pogarszającego konkurencyjność cenową krajowej produkcji, oraz wyższych cen surowców energetycznych na rynkach światowych, zmieniających na niekorzyść relatywne ceny eksportu i importu (*terms of trade*). W efekcie prognozowana ścieżka wzrostu PKB najprawdopodobniej ukształtuje się na poziomie zbliżonym do wielkości z marcowej projekcji.

Tabela 4.3

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2010	2011	2012	2013	2014
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	2,6	4,3	4,1	2,9	2,0
Ceny żywności (% r/r)	2,7	5,4	3,4	1,5	0,6
Ceny energii (% r/r)	6,2	9,1	9,1	6,0	4,1
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,6	2,4	2,9	2,5	2,0
PKB (% r/r)	3,9	4,3	3,0	2,3	3,2
Popyt krajowy (% r/r)	4,6	3,8	2,3	1,5	3,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	3,2	3,1	2,3	2,2	2,7
Spożycie zbiorowe (% r/r)	4,2	-1,3	0,5	2,2	3,1
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-0,2	8,7	5,1	1,2	4,3
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-0,7	0,5	0,7	0,8	0,0
Eksport (% r/r)	12,1	7,0	5,1	5,2	6,4
Import (% r/r)	13,9	5,7	3,5	3,7	6,6
Płace brutto (% r/r)	4,0	5,3	5,3	5,4	6,0
Liczba pracujących (% r/r)	0,6	1,0	0,0	-0,7	-0,5
Stopa bezrobocia (%)	9,5	9,5	9,4	9,5	9,6
NAWRU (%)	9,5	9,6	9,8	10,0	10,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,7	56,0	56,0	55,7	55,4
Wydajność pracy (% r/r)	3,3	3,3	3,0	3,0	3,6
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	0,6	1,9	3,3	2,6	2,3
Produkt potencjalny (% r/r)	4,0	3,3	2,8	2,9	3,1
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,3	0,7	0,9	0,3	0,3
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2009=1,00)	1,13	1,33	1,18	1,16	1,13
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2009=1,00)	1,37	1,82	1,69	1,75	1,77
Poziom cen za granicą (% r/r)	0,7	1,2	1,2	1,5	1,7
PKB za granicą (% r/r)	2,3	1,9	0,1	1,2	1,7
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-2,8	-2,7	-2,5	-2,2	-2,5
WIBOR 3M (%)	3,89	4,54	4,74	4,72	4,72

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

Rozdział 5

WYNIKI GŁOSOWAŃ RPP W OKRESIE PAŹDZIERNIK 2011 R. - STYCZEŃ 2012 R.

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

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 12/2011 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków i wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

A. Rzońca był nieobecny na posiedzeniu.

- **Data:** 6 grudnia 2011 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 13/2011 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2012.

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

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: