

# **Raport o inflacji marzec 2013 r.**

Narodowy Bank Polski  
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, marzec 2013 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 21 lutego 2013 r.

# SPIS TREŚCI

|                                                                                                |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Synteza .....</b>                                                                           | <b>5</b>  |
| <b>1. Otoczenie polskiej gospodarki.....</b>                                                   | <b>9</b>  |
| 1.1. Aktywność gospodarcza na świecie .....                                                    | 9         |
| Ramka 1. Dostosowania nierównowag zewnętrznych w krajach członkowskich strefy euro.....        | 12        |
| 1.2. Procesy inflacyjne za granicą .....                                                       | 18        |
| 1.3. Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe.....                       | 19        |
| Ramka 2. Czy polityka makroostrożnościowa może zapobiegać nierównowagom w unii walutowej?..... | 22        |
| 1.4. Światowe rynki surowców .....                                                             | 24        |
| <b>2. Gospodarka krajowa.....</b>                                                              | <b>27</b> |
| 2.1. Procesy inflacyjne .....                                                                  | 27        |
| 2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych.....                                                | 27        |
| 2.1.2. Inflacja bazowa .....                                                                   | 28        |
| 2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu .....                                               | 29        |
| 2.1.4. Ceny importu.....                                                                       | 29        |
| 2.1.5. Oczekiwania inflacyjne.....                                                             | 30        |
| 2.2. Popyt i produkcja .....                                                                   | 31        |
| 2.2.1. Popyt konsumpcyjny .....                                                                | 32        |
| 2.2.2. Popyt inwestycyjny .....                                                                | 33        |
| 2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych.....                                                 | 35        |
| 2.2.4. Eksport i import.....                                                                   | 37        |
| Ramka 3. Struktura geograficzna polskiego eksportu.....                                        | 39        |
| 2.2.5. Produkcja .....                                                                         | 42        |
| 2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw .....                                       | 43        |
| 2.4. Rynek pracy .....                                                                         | 45        |
| 2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie .....                                                         | 45        |
| 2.4.2. Płace i wydajność pracy .....                                                           | 46        |
| 2.5. Rynki aktywów .....                                                                       | 48        |
| 2.5.1. Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych.....                                        | 48        |
| 2.5.2. Kurs walutowy.....                                                                      | 49        |
| 2.5.3. Ceny mieszkań.....                                                                      | 50        |
| 2.6. Kredyt i pieniądz.....                                                                    | 51        |
| 2.6.1. Kredyty .....                                                                           | 51        |
| 2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne.....                                                      | 54        |

|                                                                                    |           |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 2.7. Bilans płatniczy.....                                                         | 55        |
| <b>3. Polityka pieniężna w okresie listopad 2012 – marzec 2013 r.....</b>          | <b>57</b> |
| <b>4. Projekcja inflacji i PKB.....</b>                                            | <b>71</b> |
| 4.1. Synteza.....                                                                  | 72        |
| 4.2. Otoczenie zewnętrzne .....                                                    | 74        |
| 4.3. Gospodarka polska w latach 2013-2015 .....                                    | 77        |
| 4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej .....                                    | 86        |
| 4.5. Źródła niepewności projekcji .....                                            | 89        |
| <b>5. Wyniki głosowań RPP w okresie październik 2012 r. – styczeń 2013 r. ....</b> | <b>95</b> |

## SYNTEZA

W II połowie 2012 r. aktywność gospodarcza na świecie pozostawała niska, choć pod koniec roku globalne wskaźniki koniunktury nieznacznie się poprawiły. W strefie euro trwała recesja, ale skala ograniczenia działalności gospodarczej była zróżnicowana. W Niemczech dynamika PKB w omawianym okresie, mimo spadku poniżej zera w IV kw. 2012 r., pozostała wyższa niż w krajach strefy euro najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, co w szczególności wynikało z korzystnej sytuacji na rynku pracy w tym kraju, w tym rosnącego zatrudnienia, spadku stopy bezrobocia i wzrostu wynagrodzeń. Wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych – po przejściowym przyspieszeniu w III kw. – w IV kw. ukształtował się w pobliżu zera. Wzrost PKB wspierała w dalszym ciągu rosnąca konsumpcja oraz wysoki wzrost inwestycji. W kierunku osłabienia dynamiki PKB oddziaływał zaś silny spadek wydatków rządowych, w tym zwłaszcza na obronność, a także zmiana zapasów. W większości największych gospodarek wschodzących, wraz z osłabieniem się popytu z gospodarek rozwiniętych, wzrost PKB w III kw. 2012 r. spowalniał. Dostępne dane za IV kw. wskazują, że obserwowane we wcześniejszych kwartałach spowolnienie dynamiki PKB w IV kw. wyhamowało. W szczególności w Chinach dynamika PKB przyspieszyła, co wynikało z silniejszego niż w poprzednim kwartale wzrostu popytu wewnętrznego.

W ostatnich miesiącach słaby wzrost popytu w gospodarce globalnej sprzyjał utrzymaniu się inflacji na świecie na poziomie nieco niższym od wieloletniej średniej. W omawianym okresie dynamika cen energii obniżyła się, a dynamika cen żywności wzrosła, przy czym wzrost ten był silniejszy w gospodarkach wschodzących niż rozwiniętych. W połączeniu z różnicami w znaczeniu poszczególnych kategorii cen w kształtowaniu się inflacji w różnych krajach, w gospodarkach rozwiniętych tendencje te doprowadziły do spowolnienia inflacji, a w największych gospodarkach wschodzących – do jej nieznacznego wzrostu.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal łagodziły politykę pieniężną, pozostawiając stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, a także utrzymując lub zwiększając skalę luzowania ilościowego. Jednocześnie wiele banków centralnych z gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych kontynuowało luzowanie polityki pieniężnej lub nie zmieniło stóp procentowych.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* poprawiły się nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, przyczyniając się do wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. Tendencje te znalazły odzwierciedlenie w dalszych wzrostach cen akcji na światowych giełdach oraz dalszym spadku stawek CDS dla obligacji skarbowych krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, które wyhamowały w pierwszych dwóch miesiącach 2013 r. Równocześnie, wzrost apetytu na ryzyko przekładający się na napływ inwestorów na rynki bardziej ryzykownych aktywów, znalazł odzwierciedlenie w deprecjacji kursu dolara amerykańskiego, jena japońskiego i franka szwajcarskiego. Deprecjacji dolara amerykańskiego i jena japońskiego sprzyjało w szczególności zwiększenie skali łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych i Japonii. Równocześnie, kursy wielu walut wschodzących nieco się umocniły.

W Polsce roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych od lipca 2012 r. obniżała się. W grudniu znalazła się ona na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP (wyniosła 2,4%), a w styczniu 2013 r. – według wstępnych danych GUS – obniżyła się do 1,7%. Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżaniu się inflacji sprzyjało osłabienie presji popytowej i kosztowej w gospodarce, spadek dynamiki cen energii, a także silniejszy niż rok wcześniej kurs złotego. Wraz z postępującym pogarszaniem się koniunktury i słabnięciem presji inflacyjnej, oczekiwania analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy stopniowo się obniżały, kształtując się w lutym br. na poziomie 2,2% r/r. Jednocześnie obniżały się też oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W II połowie ub.r. roczne tempo wzrostu PKB nadal spowalniało (do 1,4% r/r w III kw. ub. r. i 0,8% r/r w IV kw. ub. r.). Wzrost PKB był obniżany przez dalszy spadek popytu krajowego, co wynikało ze spadku inwestycji, a w IV kw. – także konsumpcji, którym towarzyszył wciąż ujemny wkład zapasów do wzrostu PKB. Jednocześnie wzrost PKB w II połowie 2012 r. był podtrzymywany przez relatywnie dużą – choć stopniowo słabnącą – poprawę eksportu netto.

Spowolnieniu aktywności w gospodarce krajowej w II połowie 2012 r. towarzyszyła stagnacja liczby pracujących w gospodarce oraz dalszy spadek dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, która w IV kw. obniżyła się poniżej zera. Stagnacja wzrostu liczby pracujących, której towarzyszył wzrost wskaźnika aktywności zawodowej, przełożyła się na dalszy wzrost stopy bezrobocia. Dane dotyczące wzrostu wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy wskazują na brak presji płacowej w gospodarce. W II połowie 2012 r. tempo wzrostu wynagrodzeń obniżyło się, zarówno w gospodarce, jak i w sektorze przedsiębiorstw. Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, mimo pewnego wzrostu w IV kw., w II połowie 2012 r. pozostała na poziomie niższym od wieloletniej średniej.

Od początku listopada 2012 r. Rada Polityki Pieniężnej czterokrotnie obniżyła stopę referencyjną NBP łącznie o 1,00 pkt proc. do poziomu 3,75%<sup>1</sup>. Od początku listopada 2012 r. do końca 2012 r. rentowności polskich obligacji skarbowych obniżały się, na co wpływały przede wszystkim poprawiające się uwarunkowania globalne oraz poszukiwanie przez inwestorów zagranicznych wysokich stóp zwrotu na rynkach wschodzących, a także oczekiwania na obniżki stopy referencyjnej w Polsce. W styczniu i lutym 2013 r. rentowności te nieco wzrosły. Ceny akcji na GPW w Warszawie kształtowały się pod wpływem nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych oraz pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce przekładających się na gorsze wyniki notowanych na GPW spółek. Po wzroście pod koniec 2012 r., w styczniu i lutym 2013 r. indeksy giełdowe obniżały się.

Po pewnym umocnieniu w ostatnich dwóch miesiącach 2012 r. pod wpływem czynników globalnych, na początku 2013 r. złoty osłabił się w relacji do euro. W kierunku deprecjacji złotego wobec euro oddziaływały w szczególności publikacje słabszych od oczekiwań danych o aktywności gospodarczej w Polsce. Równocześnie, z uwagi na osłabienie walut uznawanych za bezpieczne w warunkach obniżającej się awersji do ryzyka, w omawianym okresie złoty umocnił się w relacji do dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego.

---

<sup>1</sup> *Raport o Inflacji* uwzględnia dane dostępne do 21 lutego 2013 r. Na posiedzeniu 6 marca br. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc., w tym stopę referencyjną do 3,25%. Informacja o tej decyzji zawarta jest w rozdz. 3 niniejszego *Raportu*.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wyhamował wzrost akcji kredytowej. W IV kw. 2012 r. zadłużenie przedsiębiorstw obniżyło się, na co złożyło się ograniczenie kredytów inwestycyjnych oraz pogłębienie spadku kredytów o charakterze bieżącym. Jednocześnie w IV kw. ub.r. obniżała się dynamika kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, zaś zadłużenie z tytułu kredytów konsumpcyjnych nadal spadało. Tempo wzrostu szerokiego pieniądza w omawianym okresie nieznacznie się obniżyło, do czego przyczyniło się spowolnienie dynamiki depozytów zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Jednocześnie wzrost aktywów finansowych gospodarstw domowych nieco przyspieszył, na co wpływ miało w szczególności zwiększenie środków ulokowanych w funduszach inwestycyjnych w IV kw. 2012 r.

W II połowie 2012 r. miała miejsce poprawa salda obrotów bieżących i kapitałowych, która związana była z dalszym osłabieniem koniunktury w kraju. Do poprawy salda przyczynił się przede wszystkim spadek nierównowagi na rachunku obrotów bieżących, wynikający głównie z poprawy bilansu handlowego. W omawianym okresie zwiększyła się także nadwyżka na rachunku finansowym, co wiązało się w znaczącym stopniu z napływem kapitału portfelowego.

*Raport o inflacji* ma następującą strukturę: W Rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w Rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie listopad 2012 – luty 2013 wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. umieszczone są w Rozdziale 3. *Opis dyskusji* na marcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 21 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie październik 2012 r. – styczeń 2013 znajdują się w Rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono trzy ramki: „Dostosowania nierównowag zewnętrznych w krajach członkowskich strefy euro”, „Czy polityka makroostrożnościowa może zapobiegać nierównowagom w unii walutowej?” oraz „Struktura geograficzna polskiego eksportu”.

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 14 lutego 2013 r. (*cut-off date* dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,3-1,9% w 2013 r. (wobec 1,8-3,1% w projekcji z listopada 2012 r.), 0,8-2,4% w 2014 r. (wobec 0,7-2,4) oraz 0,7-2,4% w 2015 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,6-2,0% w 2013 r. (wobec 0,5-2,5% w projekcji listopadowej), 1,4-3,7% w 2014 r. (wobec 1,1-3,5%) oraz 1,9-4,4% w 2015 r.



# Rozdział 1

## OTOCZENIE POLSKIEJ GOSPODARKI

### 1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

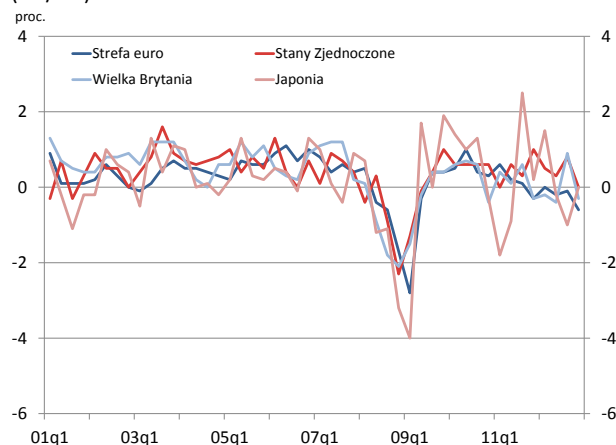
W II połowie 2012 r. aktywność gospodarcza na świecie pozostawała niska, choć pod koniec roku wskaźniki koniunktury nieznacznie się poprawiły (Wykres 1.1, Wykres 1.2, Wykres 1.9)<sup>2</sup>. W strefie euro trwała recesja, a wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych – po przejściowym przyspieszeniu w III kw. – w IV kw. ukształtował się w pobliżu zera. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących dostępne dane za IV kw. wskazują, że obserwowane we wcześniejszych kwartałach spowolnienie dynamiki PKB wyhamowało.

W omawianym okresie aktywność gospodarcza na świecie pozostawała zróżnicowana, zarówno w grupie gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących. W szczególności, w Niemczech oraz w Stanach Zjednoczonych tempo wzrostu PKB, mimo spowolnienia w IV kw. ub.r., pozostało wyższe niż w krajach strefy euro najsilniej dotkniętych kryzysem konkurencyjności i zadłużenia (w tym we Włoszech i Hiszpanii).

Tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w IV kw. 2012 r. spadło nieznacznie poniżej zera (wobec 0,8% kw/kw w III kw. 2012 r.;

Wykres 1.1

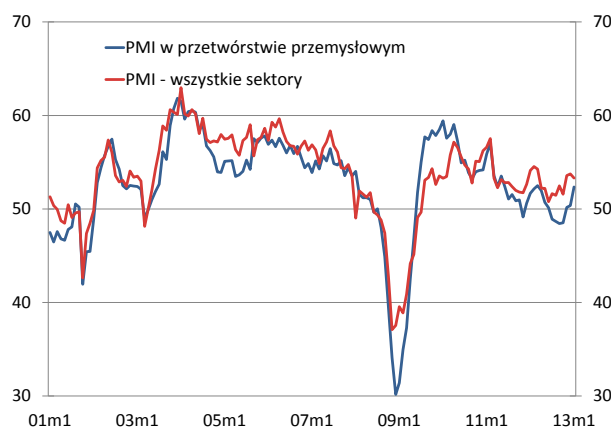
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.2

Indeks PMI w gospodarce światowej.



Źródło: Dane Ecowin.

<sup>2</sup> Prezentowane w tym rozdziale kwartalne tempa wzrostu są wyrównane sezonowo.

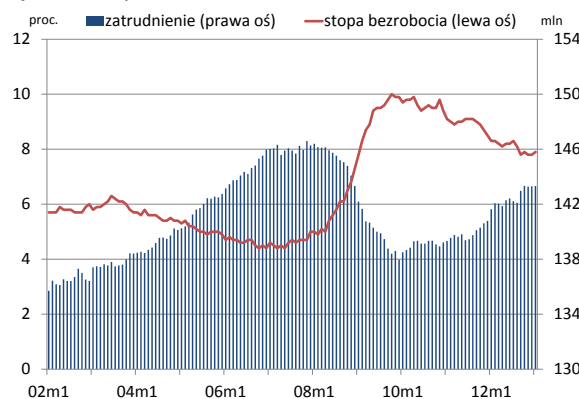
Wykres 1.1)<sup>3</sup>. Wzrost PKB wspierała w dalszym ciągu rosnąca konsumpcja oraz wysoki wzrost inwestycji. W kierunku osłabienia dynamiki PKB oddziaływał zaś silny spadek wydatków rządowych, w tym zwłaszcza na obronność, a także zmiana zapasów. Ujemny, choć o znacznie mniejszej skali niż w przypadku poprzednich kategorii, wkład do dynamiki PKB miał również eksport netto.

Na umiarkowaną aktywność gospodarczą w Stanach Zjednoczonych w IV kw., a także na początku 2013 r., wskazywały również napływające dane miesięczne, w tym niskie tempo wzrostu sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej. Równocześnie nastroje konsumentów, po znacznym pogorszeniu pod koniec 2012 r. związanym prawdopodobnie z niepewnością dotyczącą skali zacieśnienia fiskalnego w kolejnym roku, w styczniu i lutym br., wraz z poprawą ocen perspektyw koniunktury, nieco się poprawiły. Pozytywnym sygnałem dla popytu w gospodarce w ostatnim okresie była stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy (choć stopa bezrobocia wciąż pozostawała znacząco powyżej poziomu sprzed kryzysu; Wykres 1.3) i wzrost cen na rynku nieruchomości, wspierany przez luzowanie ilościowe polityki pieniężnej prowadzone przez Rezerwę Federalną (por. rozdz. 1.3. *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*).

W strefie euro tempo wzrostu PKB w II połowie 2012 r. pozostało ujemne. W III kw. wyniosło -0,1% kw/kw, zaś w IV kw., według wstępnych danych, -0,6% kw/kw (wobec -0,2% kw/kw w II kw. 2012 r.; Wykres 1.4)<sup>4</sup>. W III kw. negatywnie na wzrost PKB wpłynął ponowny spadek inwestycji. Konsumpcja prywatna oraz publiczna pozostały w stagnacji i ich wkład do wzrostu PKB był zbliżony do zera. Najsilniej wzrost

**Wykres 1.3**

Stopa bezrobocia i poziom zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych.



Źródło: Dane BLS.

**Wykres 1.4**

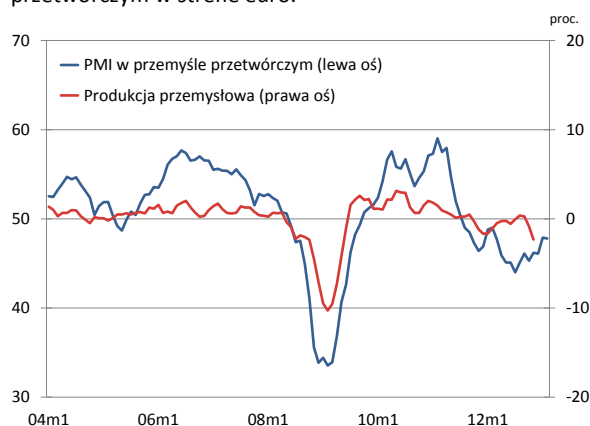
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat.

**Wykres 1.5**

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



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

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

<sup>3</sup> W ujęciu zannualizowanym wzrost PKB w IV kw. 2012 r. wyniósł -0,1% kw/kw, wobec 3,1% kw/kw w III kw. 2012 r.

<sup>4</sup> Wskaźnik PMI dla przemysłu, pomimo pewnego wzrostu w ostatnich miesiącach, wskazuje na utrzymanie się recesji w strefie euro na początku 2013 r. Spośród krajów strefy euro poprawa koniunktury na początku 2013 r. dotyczyła w szczególności Niemiec, gdzie wskaźnik PMI dla przemysłu w lutym nieznacznie przekroczył wartość charakterystyczną dla okresu recesji (50) i wyniósł 50,1.

PKB ograniczał spadek zmiany zapasów. Pozytywny wkład do wzrostu PKB miał natomiast eksport netto, przy czym rósł zarówno eksport, jak i – choć nieco wolniej – import.

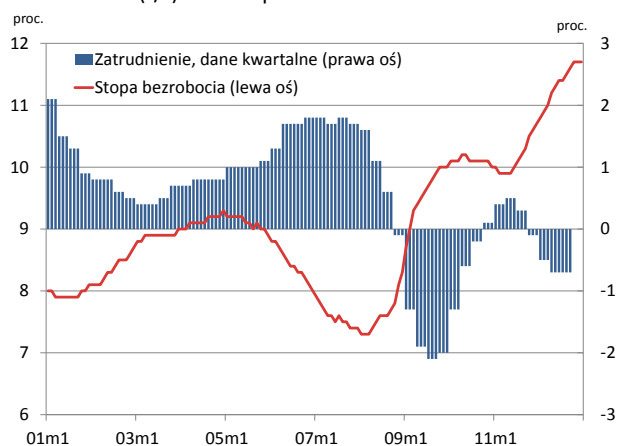
W IV 2012 r. popyt konsumpcyjny najprawdopodobniej pozostał słaby, na co wskazuje istotny spadek sprzedaży detalicznej. Niekorzystnie na popyt gospodarstw domowych oddziaływała wysoka stopa bezrobocia, która choć średnio w strefie euro ustabilizowała się, to w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym dalej rosła (Wykres 1.6). Równocześnie spadek produkcji przemysłowej pogłębił się (Wykres 1.5).

Podobnie jak w poprzednich kwartałach, w II połowie 2012 r. aktywność gospodarcza w poszczególnych krajach strefy euro była zróżnicowana. W Niemczech wzrost PKB w omawianym okresie, mimo spadku poniżej zera w IV kw. 2012 r., pozostał wyższy niż w krajach strefy euro najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, co w szczególności wynikało z korzystnej sytuacji na rynku pracy w tym kraju, w tym rosnącego zatrudnienia, spadku stopy bezrobocia i wzrostu wynagrodzeń.

W dużych gospodarkach strefy euro dotkniętych kryzysem zadłużenia i konkurencyjności, tzn. we Włoszech i Hiszpanii, w II połowie 2012 r. trwała recesja. Zgodnie z dostępnymi danymi, w III kw. 2012 r. negatywnie na popyt w tych gospodarkach oddziaływały obniżające się wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych (związane z dalszym pogorszeniem się sytuacji na rynku pracy i negatywnymi nastrojami) oraz obniżające się spożycie zbiorowe (zwłaszcza w Hiszpanii, co związane było z procesem ograniczania nierównowagi w finansach publicznych). Niski popyt konsumpcyjny, któremu towarzyszyło niewielkie wykorzystanie mocy produkcyjnych przedsiębiorstw oraz wysoka niepewność w gospodarce, prowadził do dalszego spadku inwestycji. Tempo wzrostu PKB w tych gospodarkach wspierał natomiast eksport netto,

**Wykres 1.6**

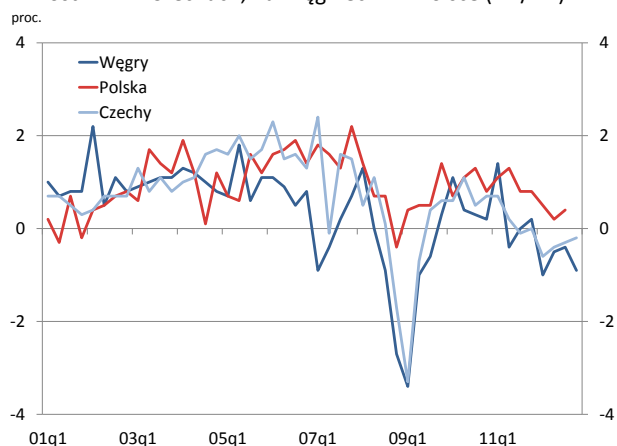
Zatrudnienie (r/r) oraz stopa bezrobocia w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

**Wykres 1.7**

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

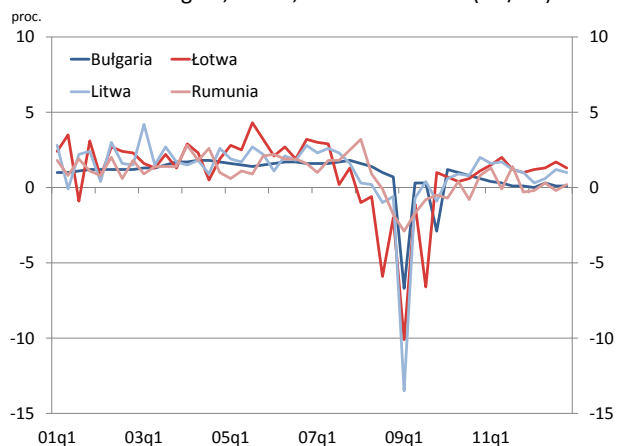


Źródło: Dane Eurostat.

\* IV kw. 2012 r. – dane wstępne.

**Wykres 1.8**

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



Źródło: Dane Eurostat.

\* IV kw. 2012 r. – dane wstępne.

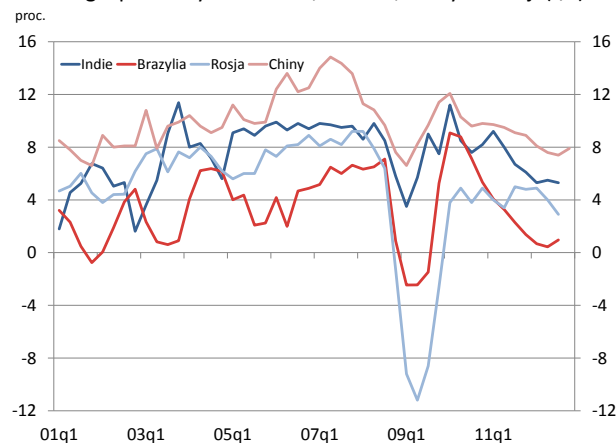
co w Hiszpanii wynikało z wysokiego wzrostu eksportu (wraz z pewną poprawą konkurencyjności tej gospodarki związanej w szczególności ze spadkiem jednostkowych kosztów pracy w ostatnich kwartałach; por. Ramka 1 *Dostosowania nierównowag zewnętrznych w krajach członkowskich strefy euro*), a we Włoszech – głównie z obniżenia się importu.

W nowych krajach członkowskich UE spoza strefy euro tempo wzrostu PKB w II połowie 2012 r. również było zróżnicowane (Wykres 1.7, Wykres 1.8). W Czechach i na Węgrzech tempo wzrostu PKB pozostało ujemne, co w III kw. wynikało ze spadku inwestycji i konsumpcji, a na Węgrzech – dodatkowo również eksportu. Z kolei na Łotwie i Litwie wzrost PKB był relatywnie wysoki. Dostępne dane za III kw. wskazują, że na Łotwie był on wspierany zarówno przez wzrost popytu wewnętrznego, jak i eksportu, zaś na Litwie – przez wzrost eksportu i oddziaływanie czynnika o charakterze jednorazowym (rekordowe zbiory zbóż).

W większości największych gospodarek wschodzących, wraz z osłabieniem się popytu z gospodarek rozwiniętych, wzrost PKB w III kw. 2012 r. spowalniał (w Chinach, Indiach i Rosji). Wzrost przyspieszył nieco jedynie w Brazylii, choć pozostał niski w porównaniu z wieloletnią średnią (Wykres 1.9). Dostępne dane wskazują, że obserwowane we wcześniejszych kwartałach spowolnienie dynamiki PKB w IV kw. wyhamowało. W szczególności w Chinach dynamika PKB przyspieszyła, co wynikało z silniejszego niż w poprzednim kwartale wzrostu popytu wewnętrznego.

**Wykres 1.9**

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



Źródło: Dane Ecwin.

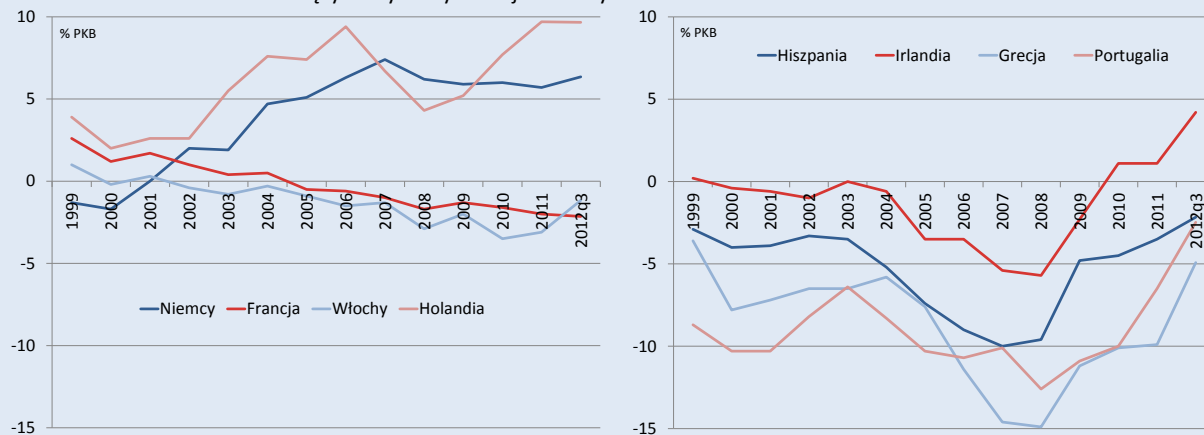
#### **Ramka 1. Dostosowania nierównowag zewnętrznych w krajach członkowskich strefy euro**

Od utworzenia strefy euro do wybuchu światowego kryzysu gospodarczego wyraźnie zwiększyło się zróżnicowanie sald na rachunku obrotów bieżących pomiędzy krajami członkowskimi strefy euro. Wysokim deficytom w Grecji, Portugalii, Hiszpanii i – w mniejszym stopniu – Irlandii, a także stopniowemu pogarszaniu się salda na rachunku obrotów bieżących we Francji i Włoszech, towarzyszyła akumulacja znaczących nadwyżek w Niemczech, Holandii, Luksemburgu i Finlandii (Wykres R.1.1).

Deficyty i nadwyżki na rachunku obrotów bieżących nie zawsze są jednoznaczne z występowaniem nierównowag makroekonomicznych. Mogą one wynikać np. ze zróżnicowanych oczekiwań dotyczących kształtowania się przyszłych dochodów oraz stóp zwrotu z inwestycji w kraju i za granicą. Wysokie deficyty na rachunkach obrotów bieżących w części krajów strefy euro były jednak w dużej mierze odzwierciedleniem narastających nierównowag ekonomicznych, finansowych lub fiskalnych<sup>5</sup>.

### Wykres R.1.1

Salda na rachunku obrotów bieżących wybranych krajów strefy euro.



Źródło: Eurostat, Statistical Data Warehouse, Europejski Bank Centralny.

Dane za III kw. 2012 r. dotyczą skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za 4 kwartały.

Wymieniane powyżej czynniki w różnym stopniu odpowiadały za kształtowanie się sald na rachunku obrotów bieżących w poszczególnych krajach należących do strefy euro. Kraje deficytowe nie stanowią homogenicznej grupy i diagnoza ich problemów wymaga potraktowania każdego z nich oddzielnie. Ze względu na źródła narastania nierównowag zewnętrznych można jednak wskazać na znaczące podobieństwa między Hiszpanią i Irlandią, Grecją i Portugalią, a także Włochami i Francją. W Hiszpanii i Irlandii u podstaw rosnących deficytów leżały boom kredytowy i bańka na rynku nieruchomości, prowadzące do nadmiernego zwiększenia znaczenia sektora budownictwa w gospodarce i silnego wzrostu importu. Mimo szybkiego wzrostu płac i cen, spadek udziału eksportu tych krajów w handlu światowym był jednak umiarkowany na tle innych gospodarek rozwiniętych. Wskazuje to na relatywnie wysoką konkurencyjność pozacenową eksportu Hiszpanii i Irlandii. W Grecji i Portugalii – gospodarkach, które wchodząc do strefy euro charakteryzowały się nie tylko relatywnie niskim poziomem rozwoju, ale także licznymi słabościami strukturalnymi (w tym niską bazą eksportową) – wysokie deficyty na rachunkach obrotów bieżących notowane były już w 1999 r. Odzwierciedlały one chroniczne deficyty sektora finansów publicznych oraz wysokie ujemne saldo oszczędności i inwestycji sektora prywatnego. Przyjęcie wspólnej waluty, przekładające się na eliminację postrzeganego ryzyka kursowego oraz spadek postrzeganej premii za ryzyko kredytowe tych gospodarek, najprawdopodobniej opóźniło procesy dostosowań, pogłębiając jednocześnie ich późniejszą skalę. Z problemami o charakterze strukturalnym, w tym dużymi sztywnościami na rynku pracy i produktów, można łączyć także stopniowe pogarszanie się sald na rachunku obrotów bieżących we Francji i Włoszech. Słabości instytucjonalne przełożyły się na pogarszającą się konkurencyjność kosztową i pozacenową ich eksportu, co doprowadziło do bardzo silnego spadku jego udziału w handlu światowym po 1999 r.

<sup>5</sup> U źródeł tych nierównowag leżały – po pierwsze – pogłębienie się integracji finansowej w połączeniu z nadmiernym optymizmem dotyczącym perspektyw wzrostu, które przełożyły się na spadek postrzeganego ryzyka kredytowego krajów członkowskich strefy euro. W krajach charakteryzujących się relatywnie niskim PKB per capita lub niskim poziomem kapitału na mieszkańca czynniki te pogłębiły spadek wynikający z członkostwa w strefie euro, kosztów finansowania zewnętrznego poniżej średniej sprzed wprowadzenia euro. Po drugie, ważną rolę w pogłębieniu się nierównowag odegrały szoki zewnętrzne, takie jak wzrost znaczenia Chin i innych gospodarek wschodzących w światowym handlu, zacieśnienie integracji krajów Europy Środkowo-Wschodniej z pozostałymi krajami Unii Europejskiej oraz wzrost cen surowców na rynkach światowych (Chen et al. 2012). Po trzecie, do narastania nierównowag w gospodarkach deficytowych przyczyniły się także ich słabości strukturalne (przykładowo, w Hiszpanii – brak rozwiniętego rynku wynajmu mieszkań, w Portugalii i Grecji – niska baza eksportowa i niekorzystna struktura produktowa eksportu, w wymienionych wyżej krajach, a także we Włoszech i Francji – nieefektywne mechanizmy koordynacji i indeksacji płac). Po czwarte, mechanizmy rynkowe oraz europejskie instytucje zarządzania gospodarczego okazały się nieskuteczne w zapobieganiu narastania nierównowag w krajach członkowskich.

Światowy kryzys finansowy, poprzez zmiany w wycenie ryzyka kredytowego, najpierw w odniesieniu do instytucji finansowych, a następnie – po ujawnieniu informacji o skali deficytu i długu publicznego w Grecji – do rządów, doprowadził do gwałtownych zmian w zakresie rynkowej oceny nierównowag w krajach strefy euro. Efektem tych zmian był odpływ kapitału prywatnego z krajów deficytowych, który wymusił dostosowania nierównowag w tych krajach. Skutki odpływu kapitału prywatnego zostały złagodzone przez wsparcie krajów deficytowych finansowaniem sektora oficjalnego<sup>6</sup>.

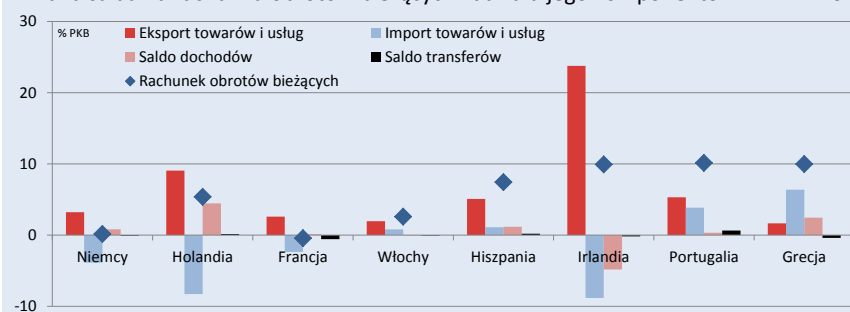
Dostosowania nierównowag w strefie euro – określane jako proces „wielkiego równoważenia” – przebiegają wielotorowo. Obejmują procesy delewarowania sektora prywatnego i konsolidacji fiskalnej oraz tzw. wewnętrznej dewaluacji, a także reformy strukturalne, które sprzyjać mają trwałemu wzrostowi produktywności gospodarek deficytowych<sup>7</sup>.

Pomiędzy 2008 r. a III kw. 2012 r. nastąpiła istotna poprawa salda obrotów bieżących w relacji do PKB, która wyniosła 10 pkt proc. w Irlandii, Grecji i Portugalii oraz 7 pkt proc. w Hiszpanii. Od I połowy 2011 r. stopniowo poprawia się także saldo we Włoszech oraz zahamowany został proces jego pogarszania się we Francji. O ile jednak Irlandia od II połowy 2010 r. notuje nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, o tyle w pozostałych krajach nadal utrzymują się deficyty. W szczególności, biorąc pod uwagę silny spadek popytu krajowego, na relatywnie wysokim poziomie pozostaje deficyt na rachunku obrotów bieżących w Grecji (4,9% PKB w III kw. 2012 r.). Jesienne prognozy Komisji Europejskiej wskazują ponadto, że wśród krajów deficytowych w horyzoncie do 2014 r. dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących będą notować jedynie Hiszpania i Irlandia.

Poprawa sald na rachunku obrotów bieżących następuje głównie poprzez dostosowania w zakresie wymiany handlowej (Wykres R.1.3). Poszczególne kraje różnią się jednak wyraźnie między sobą w zakresie roli, jaką w dostosowaniach tych odgrywają zmiany eksportu i importu. Relatywnie szybkie przestawienie się z modelu wzrostu opartego na popycie krajowym i silnym wzroście kredytu na model wzrostu opartego na eksporcie nastąpiło w Irlandii, co można tłumaczyć bardzo wysoką otwartością tej gospodarki i konkurencyjną strukturą jej eksportu. Relatywnie silny wzrost eksportu towarów i usług odgrywa także istotną rolę w domykaniu się nierównowag na rachunku obrotów bieżących w Hiszpanii oraz Portugalii. Także poprawa salda na rachunku obrotów bieżących we Włoszech pomiędzy 2010 a 2012 r. była oparta głównie na wzroście eksportu, choć w ostatnich kwartałach dostosowania te odbywają się w większym stopniu poprzez redukcję importu. Natomiast w Grecji zmniejszanie się nierównowagi na rachunku obrotów bieżących jest efektem silnego spadku importu towarów, związanego z załamaniem popytu krajowego.

### Wykres R.1.2

Zmiana salda na rachunku obrotów bieżących i udziału jego komponentów w PKB w okresie 2008 r.-III kw. 2012 r.



Źródło: Eurostat.

Dane za III kw. 2012 r. dotyczą skumulowanego salda na rachunku obrotów bieżących za 4 kwartały.

<sup>6</sup> W przypadku Grecji, Irlandii i Portugalii wsparcie to przyjęło przede wszystkim formę pożyczek z Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej (gwarantowanych przez kraje członkowskie strefy euro) i Międzynarodowego Funduszu Walutowego, przyznanych w ramach realizowanych programów dostosowawczych. Istotną rolę w łagodzeniu dostosowań w strefie euro odegrały również operacje Europejskiego Banku Centralnego zasilające w płynność sektor bankowy.

<sup>7</sup> Dewaluacja wewnętrzna obejmuje dostosowania, które miałyby przynieść efekty podobne do wywołanych przez deprecjację nominalnego kursu walutowego, tj. obniżenie relatywnych cen i kosztów pracy oraz wygenerowanie odpowiednich przepływów czynników produkcji między sektorem wytwarzającym dobra będące przedmiotem wymiany międzynarodowej a pozostałą częścią gospodarki.

Oceniając trwałość dostosowań, z jednej strony należy zauważyć, że ponieważ pozycja cykliczna krajów deficytowych jest przeciętnie gorsza niż u ich partnerów handlowych, w przypadku ożywienia gospodarczego można oczekiwać wzrostu importu, co będzie oddziaływało w kierunku ponownego pogorszenia się sald na rachunkach obrotów bieżących<sup>8</sup>. Z drugiej jednak strony, w związku z wygaśnięciem czynników, które leżały u podstaw akumulacji nierównowag (takich jak zbyt szybki wzrost popytu krajowego napędzany kredytem oraz związany z nadmiernym optymizmem dotyczącym stabilności makroekonomicznej gospodarek deficytowych), obserwowany spadek popytu krajowego i importu w tych gospodarkach może w dużej mierze okazać się trwały. Wskazuje to jednak równocześnie, że bez wzmocnienia strony podażowej tych gospodarek, przekładającego się na trwały wzrost ich produktywności oraz konkurencyjności, może się pogłębiać zróżnicowanie krajów strefy euro pod względem PKB per capita. W szczególności w krajach deficytowych mogą się utrwalić niekorzystne zjawiska, które narosły w efekcie dostosowań wcześniejszych nierównowag (takie jak wysoki poziom bezrobocia). Pogłębiająca się heterogeniczność sytuacji gospodarczej w krajach członkowskich strefy euro stanowi wyzwanie nie tylko dla wspólnej polityki pieniężnej, ale także dla spójności politycznej regionu.

**Tabela R.1.1**

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto oraz aktywa i pasywa zagraniczne wybranych krajów strefy euro (proc. PKB).

|            | Międzynarodowa<br>pozycja inwestycyjna<br>netto |      | Aktywa | Pasywa |
|------------|-------------------------------------------------|------|--------|--------|
|            | 1999                                            | 2011 | 2011   |        |
| Niemcy     | 5                                               | 33   | 217    | 184    |
| Holandia   | -8                                              | 36   | 446    | 410    |
| Włochy     | -5                                              | -21  | 109    | 130    |
| Francja    | -8                                              | -16  | bd     | bd     |
| Hiszpania  | -32                                             | -92  | 108    | 209    |
| Irlandia   | -8                                              | -96  | 1643   | 1793   |
| Grecja     | -33                                             | -86  | 101    | 187    |
| Portugalia | -32                                             | -105 | 170    | 275    |

Źródło: Eurostat.

Bardzo ważnym aspektem rozważań na temat nierównowag zewnętrznych krajów strefy euro jest nierównowaga w sensie zasobowym (tj. stanów, a nie przepływów). W efekcie akumulacji wysokich deficytów na rachunkach obrotów bieżących międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Portugalii, Grecji i Hiszpanii osiągnęła poziom, który stwarza ryzyko dla długookresowej wypłacalności zewnętrznej tych gospodarek oraz może oddziaływać niekorzystnie na perspektywy ich wzrostu. Do bardzo wysokiego poziomu wzrosły także zobowiązania zagraniczne netto w Irlandii, przy czym w jej przypadku był to przede wszystkim skutek niekorzystnych zmian wyceny aktywów i pasywów zagranicznych, a nie akumulacji deficytów na rachunku obrotów bieżących. Pomimo wyraźnego zmniejszenia się ujemnych sald na rachunku obrotów bieżących w latach 2008-2012, w gospodarkach deficytowych miał miejsce dalszy wzrost ujemnych międzynarodowych pozycji inwestycyjnych netto (MPI netto), a tam gdzie wystąpił ich spadek – był on w dużej mierze efektem spadku wartości krajowych instrumentów dłużnych w posiadaniu nierezydentów (Tabela R.1.1). Silnie ujemna i pogłębiająca się MPI netto prowadzi do zwiększenia się deficytów salda dochodów, co utrudnia dostosowania salda obrotów bieżących oraz przekłada się niekorzystnie na perspektywy wzrostu dochodu narodowego i kształtowania się popytu krajowego.

W celu zapobieżenia dalszemu narastaniu zobowiązań zagranicznych netto lub w celu ich ograniczenia, kraje charakteryzujące się wysokimi ujemnymi MPI muszą utrzymywać odpowiednio wysokie salda pierwotne na rachunku obrotów bieżących. Dostosowania nierównowag na rachunku obrotów bieżących oparte głównie na redukcji popytu krajowego i importu ograniczają szanse na wygenerowanie sald pierwotnych pozwalających na obniżenie zadłużenia zagranicznego do bezpiecznego poziomu. Warto przy tym zauważyć, że saldo pierwotne w

<sup>8</sup> Szacunki OECD wskazują, że skorygowane o czynniki cykliczne salda na rachunku obrotów bieżących w 2012 r. pozostawały niższe od obserwowanych o od 0,6 pkt proc. we Włoszech do 2,7 pkt proc. w Irlandii.

Grecji pozostaje wyraźnie niższe od gwarantującego stabilizację MPI netto na poziomie z końca 2011 r. Irlandia, Hiszpania i Portugalia osiągnęły już co prawda salda pierwotne pozwalające na stopniową poprawę MPI netto, jednak tylko w przypadku Irlandii saldo to jest na tyle wysokie, by w ciągu 20 lat było możliwe ograniczenie ujemnej MPI netto do relatywnie bezpiecznego poziomu 50% PKB (Tabela R.1.2).

**Tabela R.1.2**

Salda pierwotne rachunku obrotów bieżących (proc. PKB).

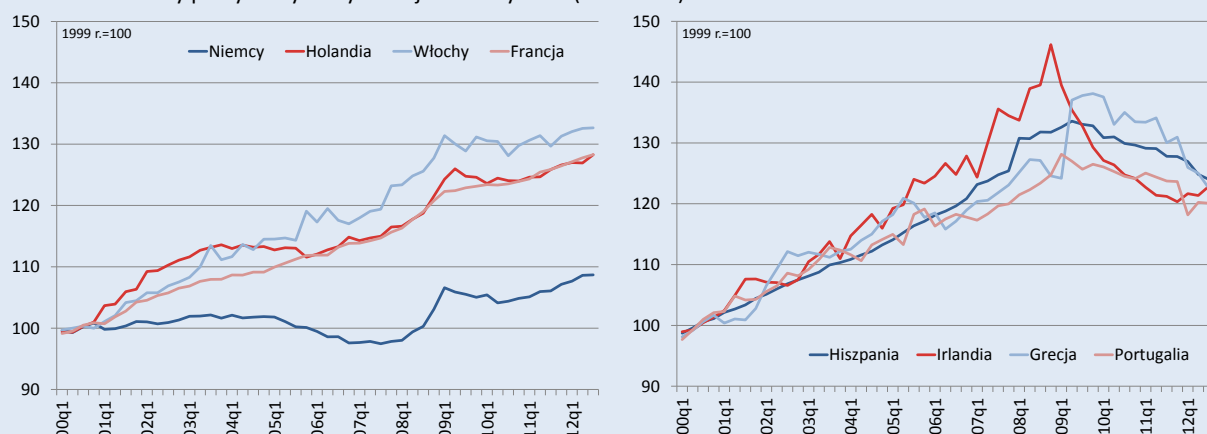
|            | Saldo pierwotne rachunku obrotów bieżących | Saldo stabilizujące MPI netto na poziomie z 2011 r. | Saldo obniżające MPI netto do 50% PKB w ciągu 20 lat |
|------------|--------------------------------------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| Hiszpania  | 0,0                                        | -1,2                                                | 1,0                                                  |
| Irlandia   | 23,1                                       | 18,5                                                | 21,4                                                 |
| Grecja     | -2,8                                       | 0,6                                                 | 2,1                                                  |
| Portugalia | 1,7                                        | -0,1                                                | 2,5                                                  |

Źródło: Komisja Europejska (2012a), Eurostat.

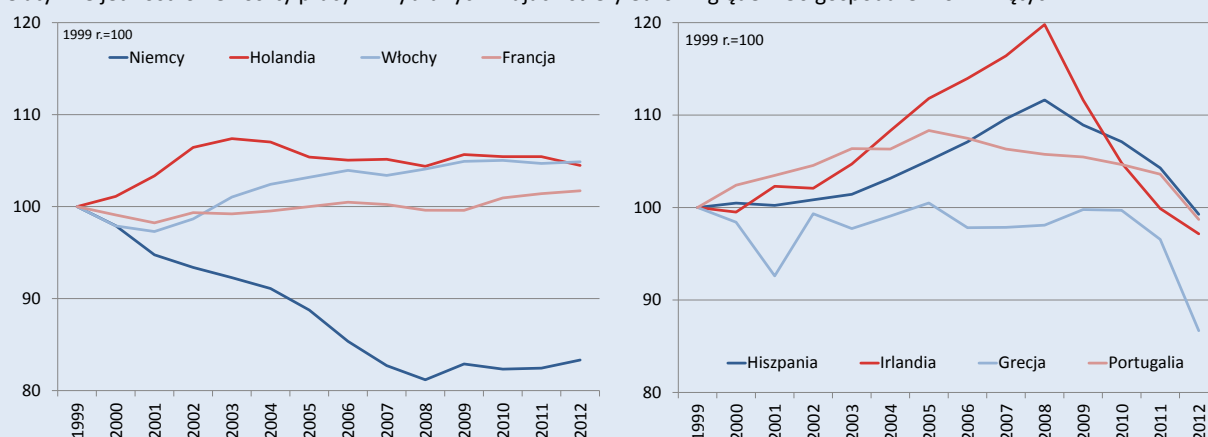
Dostosowania salda na rachunku obrotów bieżących, czyli zmiany salda oszczędności i inwestycji, w dużej mierze wymagają dostosowania się relatywnych cen i kosztów. Wobec braku możliwości nominalnej dewaluacji waluty przez kraj tworzący unię walutową, dostępnym narzędziem jest tzw. dewaluacja wewnętrzna. Od 2009 r. w Irlandii, Grecji, Portugalii i Hiszpanii ma miejsce spadek jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (do III kw. 2012 r. jednostkowe koszty pracy obniżyły się względem maksymalnego poziomu łącznie o 16% w Irlandii, 11% w Grecji, 7% w Hiszpanii oraz 6% w Portugalii). O ile jednak w Hiszpanii i Irlandii silne dostosowania w zakresie jednostkowych kosztów pracy nastąpiły już przed 2012 r., o tyle w Grecji znacząca ich część miała miejsce dopiero w ostatnich kwartałach (Wykres R.1.4). W relacji do 36 gospodarek rozwiniętych jednostkowe koszty pracy (ULC) w Hiszpanii, Irlandii, Grecji i Portugalii w 2012 r. osiągnęły niższy poziom od notowanego w 1999 r. W Grecji i – w mniejszym stopniu – w Portugalii za dostosowaniami ULC stoi obniżający się poziom płac, natomiast w Hiszpanii i Irlandii spadek ULC związany jest przede wszystkim ze wzrostem produktywności, w dużej mierze wynikającym z redukcji zatrudnienia w gospodarce. Negatywnym sygnałem z punktu widzenia ograniczania nierównowag na rachunkach obrotów bieżących w strefie euro jest natomiast utrzymujący się wzrost relatywnych ULC we Francji i Włoszech (Wykres R.1.5).

**Wykres R.1.3**

Jednostkowe koszty pracy w wybranych krajach strefy euro (2000=100).



Źródło: Statistical Data Warehouse, Europejski Bank Centralny (w przypadku danych dla Grecji – odsezonowanie NBP).

**Wykres R.1.4**Relatywne jednostkowe koszty pracy w wybranych krajach strefy euro względem 36 gospodarek rozwiniętych<sup>9</sup>.

Źródło: Ameco.

\*Dane za 2012 r. są prognozami Komisji Europejskiej z lutego 2013 r.

Porównanie dynamiki ULC z dynamiką deflatora eksportu krajów deficytowych sygnalizuje, że skutkiem obniżenia tej pierwszej jest spadający udział wynagrodzenia pracy w wartości dodanej sektora i tym samym rosnąca zyskowność przedsiębiorstw, która w średnim okresie powinna sprzyjać poprawie konkurencyjności cenowej i pozacenowej eksportu. Jednocześnie wpływ deprecjacji realnego kursu walutowego związanej z dostosowaniami relatywnych cen na kształtowanie się nadwyżki handlowej w poszczególnych krajach będzie zależał od tego, jaka jest struktura eksportu danej gospodarki. W krótkim okresie silniejszych efektów można oczekiwać w gospodarkach specjalizujących się w produkcji dóbr o niskim zaawansowaniu technologicznym, których konkurencyjność w istotnym stopniu determinują ceny (Wierds 2012). Przyspieszenie w ostatnich kwartałach spadku jednostkowych kosztów pracy w Grecji, która specjalizuje się w produkcji tego typu dóbr, może mieć więc korzystny wpływ na dynamikę eksportu tego kraju w najbliższym okresie.

Ważnym aspektem dostosowań w krajach, które zakumulowały największe nierównowagi makroekonomiczne, są reformy strukturalne. Zakres tych reform jest szczególnie szeroki w krajach objętych programami dostosowawczymi. Reformy rynku pracy i rynku produktów stanowią także instrument dostosowań nierównowag we Włoszech i Hiszpanii. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, że we Francji osiągnięto porozumienie w sprawie reform rynku pracy, których wdrożenie mogłoby wesprzeć konkurencyjność eksportu tego kraju poprzez zmianę relacji między wynagrodzeniami czynników produkcji na korzyść wzrostu udziału zysków przedsiębiorstw w wartości dodanej brutto. O ile jednak w krótkim okresie reformy strukturalne mogą oddziaływać w kierunku poprawy salda na rachunku obrotów bieżących poprzez spadek importu, o tyle ich pozytywnego wpływu na kształtowanie się eksportu gospodarek deficytowych można oczekiwać dopiero w dłuższym okresie.

Podsumowując, w Grecji, Hiszpanii, Portugalii i Irlandii miało miejsce głębokie dostosowanie sald na rachunku obrotów bieżących oraz w zakresie relatywnych cen. Poważnym wyzwaniem – stanowiącym ryzyko dla stabilności makroekonomicznej tych krajów – pozostaje jednak silna nierównowaga zasobowa, tj. wysoki poziom długu sektora finansów publicznych i sektora prywatnego oraz wysokie zadłużenie zewnętrzne. Ograniczenie zakumulowanych długów będzie stanowiło długotrwały proces, niekorzystnie wpływający na wzrost gospodarczy tych krajów w najbliższych latach. Jednocześnie, wobec braku dostosowań w zakresie relatywnych cen we Francji i we Włoszech, które sprzyjałyby zahamowaniu długookresowej tendencji pogarszania się konkurencyjności tych gospodarek, tendencja ta pozostaje czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego strefy euro.

**Wybrana bibliografia:**Chen R., Milesi-Ferretti G.M., Tresselt T., (2012), *External Imbalances in the Euro Area*, IMF Working Papers 12/236, wrzesień.A Team of the Working Group on Econometric Modeling of the European System of Central Banks, (2012), *Competitiveness and external imbalances within*

<sup>9</sup> ULC w 36 gospodarkach rozwiniętych wyznaczone zgodnie z wagami wynikającymi z udziału poszczególnych odbiorców w eksporcie danego kraju. Wagi te są korygowane o tzw. efekt pozostałych rynków, uwzględniający, że eksporter konkuruje z lokalnym producentem nie tylko na rynku odbiorcy, ale także na rynkach pozostałych odbiorców eksportu (zgodnie z metodą „double export weights”).

the Euro Area, European Central Bank, Occasional Paper Series No 139, grudzień.

European Commission, (2012a), *The dynamics of international investment positions*, Quarterly Report on the Euro Area, Volume 11, No 3, październik.

European Commission, (2012b), *European Economic Forecast. Autumn 2012*, 7.

Wierst P., van Kerkhoff H., de Haan J., (2012), *Trade Dynamics in the Euro Area: The role of export destination and composition*, DNB Working Paper No. 354, październik.

## 1.2. Procesy inflacyjne za granicą

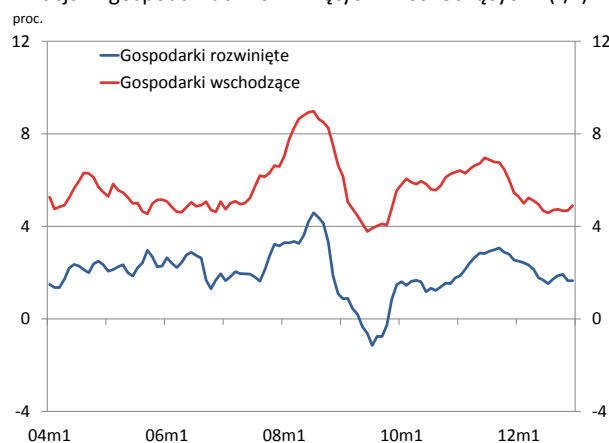
W ostatnich miesiącach niski popyt w gospodarce globalnej sprzyjał utrzymaniu się inflacji na świecie na poziomie nieco niższym od wieloletniej średniej. W omawianym okresie dynamika cen energii obniżyła się, a dynamika cen żywności wzrosła, przy czym wzrost ten był silniejszy w gospodarkach wschodzących niż rozwiniętych. W połączeniu z różnicami w znaczeniu poszczególnych kategorii cen w kształtowaniu się inflacji w różnych krajach, w gospodarkach rozwiniętych tendencje te przełożyły się na spowolnienie inflacji, a w największych gospodarkach wschodzących – na jej nieznaczny wzrost (Wykres 1.10).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* inflacja w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro obniżyła się (Wykres 1.11). W Stanach Zjednoczonych inflacja w styczniu wyniosła 1,6% r/r (wobec 2,2% r/r w październiku 2012 r.), zaś w strefie euro, według wstępnych danych, 2,0% r/r (wobec 2,5% r/r w październiku 2012 r.). W obydwu gospodarkach w kierunku spadku inflacji oddziaływał spadek dynamiki cen energii, w tym paliw (w strefie euro wspierany dodatkowo przez aprecjację euro), zaś w kierunku wzrostu inflacji – przyspieszenie dynamiki cen żywności. Inflacja bazowa była stabilna<sup>10</sup>.

Natomiast w gospodarkach wschodzących, wraz z przyspieszeniem wzrostu cen żywności, które w tej grupie krajów mają znaczącą wagę we wskaźnikach cen konsumpcyjnych, inflacja nieznacznie wzrosła. Zmiany dynamiki cen żywności wpływały na wahania wskaźnika CPI w Chinach, który po

**Wykres 1.10**

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

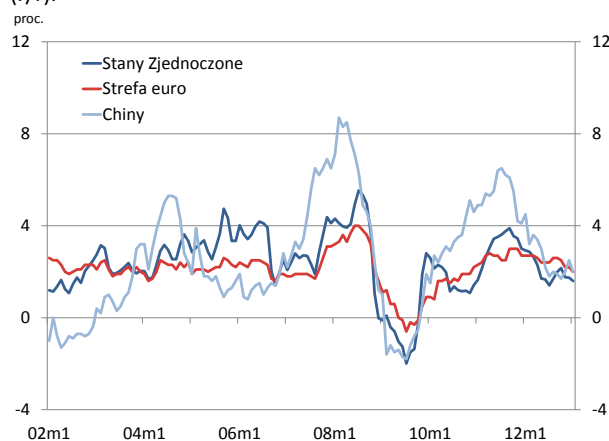


Źródło: Dane MFW, OECD, Ecowin, obliczenia NBP.

\*Średnia ważona inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (stanowiących 80% PKB w tej grupie krajów w 2011 r.). Grupy krajów przyjęte zgodnie z podziałem przyjmowanym przez MFW. Wagi dla poszczególnych krajów przyjęto zgodnie z ich PKB.

**Wykres 1.11**

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



Źródło: Dane OECD, Eurostat.

<sup>10</sup> W Stanach Zjednoczonych inflacja bazowa obniżyła się jedynie nieznacznie (do 1,9% r/r w styczniu 2013 r. wobec 2,0% r/r w październiku 2012 r.), zaś w strefie euro nie zmieniła się (w okresie wrzesień-grudzień 2012 r. kształtowała się na poziomie 1,6% r/r).

przejściowym wzroście w IV kw. 2012 r., w styczniu 2013 r. obniżył się do umiarkowanego poziomu.

Z kolei w krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja, po przejściowym wzroście w III kw. 2012 r., w ostatnich miesiącach obniżała się (Wykres 1.12). Spadkowi inflacji sprzyjało przede wszystkim ograniczenie inflacji bazowej, które następowało w warunkach osłabionej koniunktury. Niższa inflacja w gospodarkach regionu wynikała także ze spadku dynamiki cen energii. Ponadto w styczniu 2013 r. w Czechach oraz na Węgrzech wygaś statystyczny efekt bazy związany z podwyżką podatku VAT na początku 2012 r. W części gospodarek regionu w kierunku wyższej inflacji oddziaływało natomiast przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności.

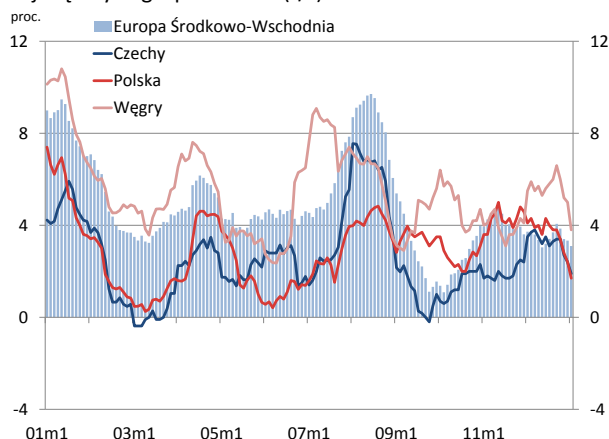
### 1.3. Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal łagodziły politykę pieniężną, pozostawiając stopy procentowe na historycznie niskim poziomie oraz utrzymując lub zwiększając skalę łagodzenia ilościowego (Wykres 1.13, Wykres 1.14).

Fed pozostawił stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. W grudniu 2012 r. zmodyfikował swoją deklarację utrzymania przez dłuższy okres krótkoterminowych stóp procentowych na bardzo niskim poziomie poprzez zapowiedź, że bliski zera (0,00-0,25%) poziom stopy procentowej będzie odpowiedni przynajmniej dopóki stopa bezrobocia będzie kształtowała się powyżej 6,5%, prognozowana w okresie 1-2 lat inflacja nie przekroczy 2,5%, zaś długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostaną zakotwiczone<sup>11</sup>. W grudniu 2012 r. Fed zakończył program wydłużania terminu zapadalności posiadanych obligacji skarbowych (tzw. *Operation Twist*). Jednocześnie zdecydował, że w ramach uruchomionego we wrześniu 2012 r. nowego

**Wykres 1.12**

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

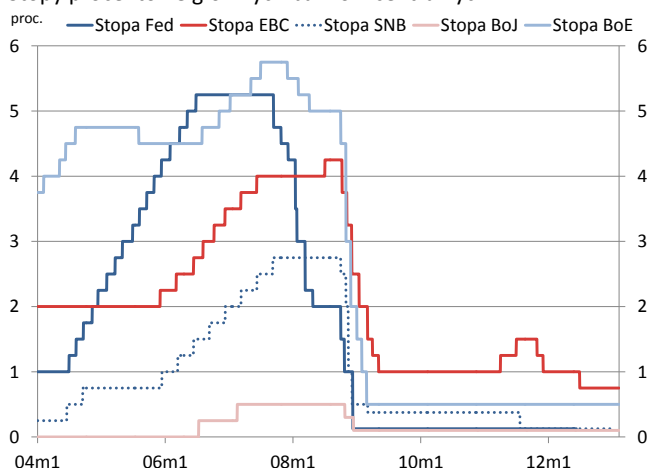


Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

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

**Wykres 1.13**

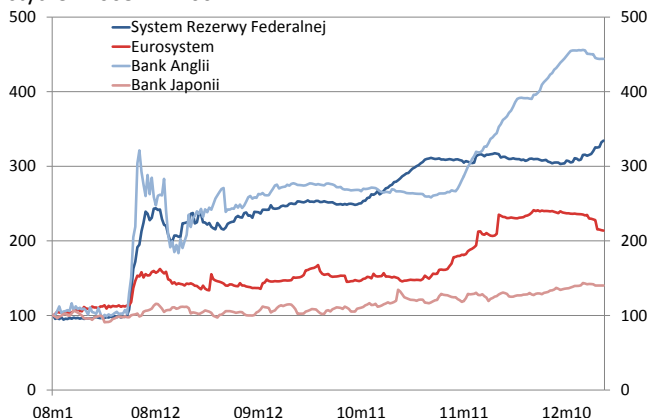
Stopy procentowe głównych banków centralnych.



Źródło: Dane banków centralnych.

**Wykres 1.14**

Sumy bilansowe głównych banków centralnych, styczeń 2008 r. = 100.



Źródło: Dane banków centralnych.

<sup>11</sup> Do 12 grudnia 2012 r. Fed deklarował utrzymanie stóp na niskim poziomie przynajmniej do połowy 2015 r.

program zakupu aktywów będzie skupował również obligacje skarbowe o wartości 45 mld USD miesięcznie<sup>12</sup>. Tym samym limit miesięczny tego programu zwiększył się do 85 mld USD miesięcznie.

Również EBC nie zmienił w analizowanym okresie krótkoterminowych stóp procentowych, pozostawiając stopę operacji refinansujących na poziomie 0,75% oraz stopę depozytową na poziomie 0,00%. Ponadto EBC utrzymał gotowość do wdrożenia programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym oraz kontynuował program zakupu listów zastawnych.

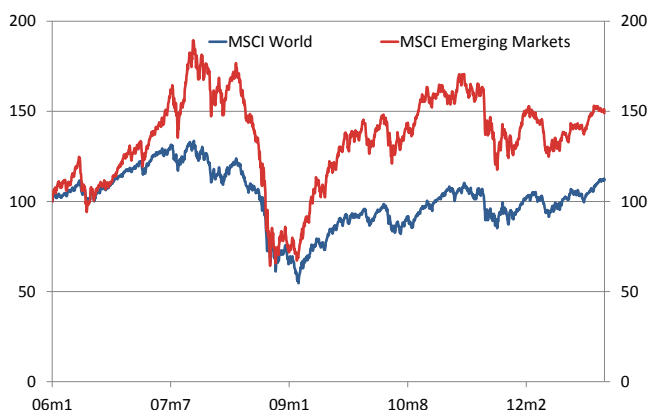
Także Bank Anglii nie zmienił krótkoterminowych stóp procentowych, pozostawiając główną stopę procentową na poziomie 0,50%. Ponadto utrzymał skalę programu zakupu aktywów na poziomie 375 mld GBP.

Bank Japonii również utrzymywał krótkoterminowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie (0,00-0,10%). Równocześnie w grudniu 2012 r. zwiększył łączną skalę zakupu aktywów o 10 bln JPY do 101 bln JPY na koniec 2013 r. Z kolei w styczniu 2013 r. podjął decyzję o zakupie aktywów w tempie 13 bln JPY miesięcznie od początku 2014 r.<sup>13</sup>, nie podając jednocześnie terminu jego zakończenia. W styczniu 2013 r. podniósł cel inflacyjny z 1% do 2%, co ma uzasadniać dalsze zwiększenie ekspansji monetarnej<sup>14</sup>.

Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) utrzymał pasmo wahań dla 3-miesięcznej stopy LIBOR w przedziale 0,00-0,25%. Jednocześnie stopa depozytowa

**Wykres 1.15**

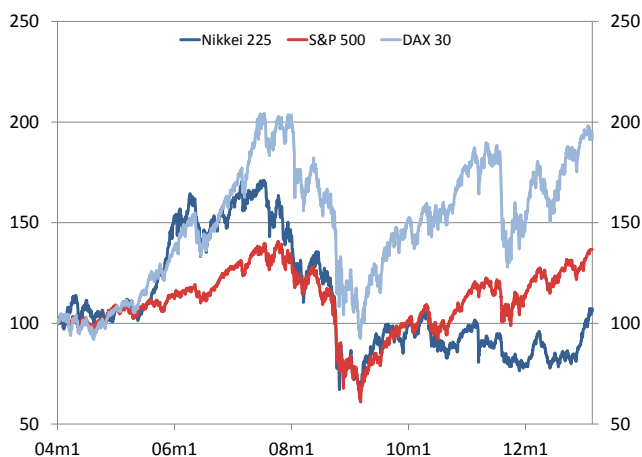
Indeksy giełdowe na świecie (MSCI World) i na rynkach wschodzących (MSCI Emerging Markets), styczeń 2006 r. = 100.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

**Wykres 1.16**

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

<sup>12</sup> Początkowy limit miesięczny ogłoszonego we wrześniu 2012 r. nowego programu wynosił 40 mld USD i odnosił się jedynie do sekurytyzowanych papierów wartościowych MBS (*mortgage-backed securities*) gwarantowanych przez agencje wspomagane przez rząd (por. ramka *Programy płynnościowe głównych banków centralnych* w *Raporcie o Inflacji* z listopada 2012 r.). Program ten nie ma określonej docelowej skali, jakkolwiek zdaniem części członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (ciała decyzyjnego Fed w zakresie polityki pieniężnej) powinien on zostać zakończony przed końcem 2013 r.

<sup>13</sup> Ponieważ – w przeciwieństwie do Fed i Banku Anglii – Bank Japonii nie reinwestuje zapadających obligacji, wartość programu zakupu aktywów w 2014 r. prawdopodobnie zwiększy się o 10 bln JPY netto.

<sup>14</sup> W lutym 2012 r. Bank Japonii wprowadził *price stability goal*, zgodnie z którym docelowo cel dla rocznego wskaźnika CPI miał wynosić 2% lub poniżej, ale na dodatnim poziomie. Równocześnie przejściowo cel został określony na poziomie 1% (por. ramka *Wprowadzenie celów inflacyjnych w Stanach Zjednoczonych i Japonii* w *Raporcie o Inflacji* z lipca 2012 r.). Natomiast w styczniu 2013 r. Bank Japonii zdecydował się na wprowadzenie *price stability target* na poziomie 2%.

SARON<sup>15</sup> kształtowała się blisko zera lub na lekko ujemnym poziomie. Ponadto SNB podtrzymywał gotowość do dalszych nieograniczonych interwencji walutowych w celu obrony dolnej granicy kursu walutowego na poziomie 1,20 EUR/CHF.

Wiele banków centralnych z gospodarek wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych kontynuowało luzowanie polityki pieniężnej lub nie zmieniało stóp procentowych<sup>16</sup>.

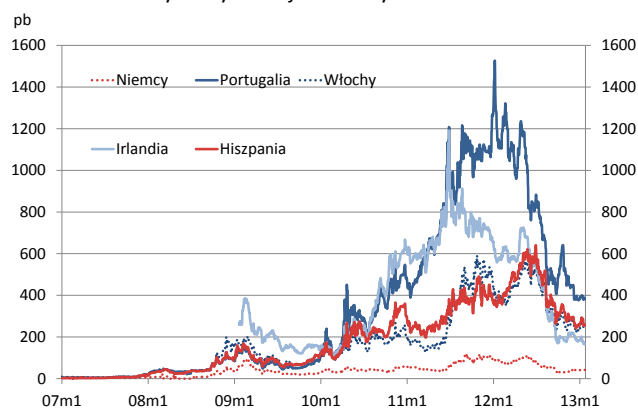
Od publikacji poprzedniego *Raportu* na skutek publikacji nieco lepszych od oczekiwań danych zarówno w krajach rozwiniętych, jak i krajach wschodzących, zapowiedzi reform strukturalnych i instytucjonalnych w strefie euro, a także zwiększenia skali łagodzenia ilościowego przez część głównych banków centralnych, nadal poprawiały się nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, przyczyniając się do wzrostu popytu na ryzykowne aktywa. Tendencje te znalazły odzwierciedlenie w dalszych wzrostach cen akcji na światowych giełdach, które jednak wyhamowały w pierwszych dwóch miesiącach 2013 r., zwłaszcza na rynkach wschodzących (Wykres 1.15, Wykres 1.16).

Pewna poprawa perspektyw globalnego wzrostu oraz zapowiedzi reform strukturalnych i instytucjonalnych w strefie euro miały także wpływ na znaczne obniżenie oceny ryzyka kredytowego krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Znalazło to odzwierciedlenie w dalszym spadku stawek CDS dla ich obligacji skarbowych, a następnie ich stabilizacji na relatywnie niskim poziomie (Wykres 1.17).

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

**Wykres 1.17**

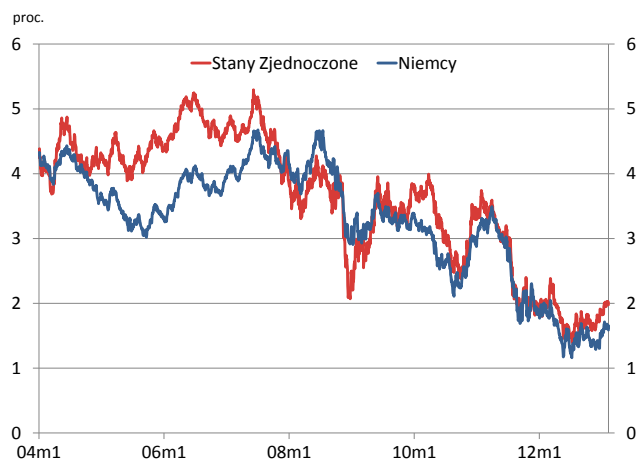
Stawki CDS w wybranych krajach strefy euro.



Źródło: Dane Bloomberg.

**Wykres 1.18**

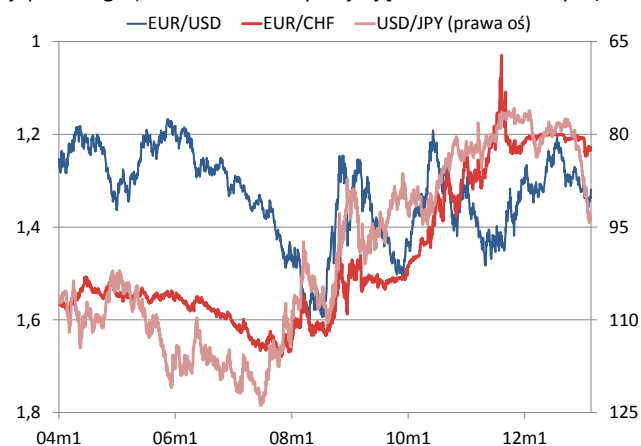
Rentowność 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych i w Niemczech.



Źródło: Dane Reuters.

**Wykres 1.19**

Kurs euro względem dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego oraz dolara amerykańskiego wobec jena japońskiego (wzrost oznacza aprecjację walut kwotowanych).



Źródło: Dane Reuters.

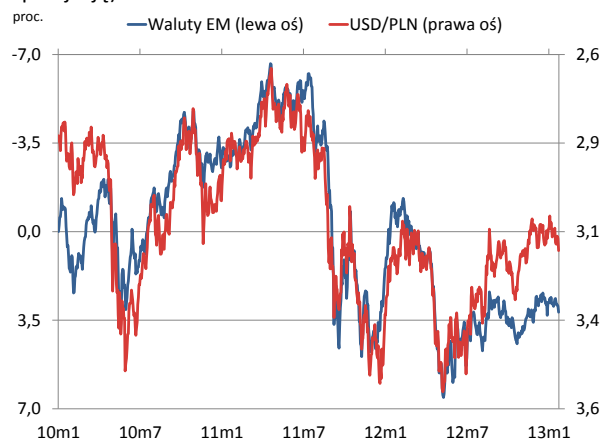
<sup>15</sup> Swiss Average Overnight Rate.

<sup>16</sup> Wyjątkiem był Bank Centralny Urugwaju, który w grudniu 2012 r. podwyższył stopy procentowe o 0,25 pkt proc.

Równocześnie, spadek awersji do ryzyka przekładający się na napływ inwestorów na rynki oferujące wyższą stopę zwrotu, znalazł odzwierciedlenie w deprecjacji kursu dolara amerykańskiego, jena japońskiego i franka szwajcarskiego. Tym samym kurs franka szwajcarskiego wobec euro nieco oddalił się od deklarowanej przez Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) dolnej granicy 1,20 EUR/CHF (Wykres 1.19). Deprecjacji dolara amerykańskiego i jena japońskiego sprzyjało w szczególności zwiększenie skali łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych i Japonii. Równocześnie, kursy wielu walut wschodzących nieco się umocniły (Wykres 1.20).

**Wykres 1.20**

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

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

## Ramka 2. Czy polityka makroostrożnościowa może zapobiegać nierównowagom w unii walutowej?

Od powstania strefy euro do wybuchu światowego kryzysu gospodarczego nastąpiła kumulacja nierównowag pomiędzy poszczególnymi krajami unii walutowej. Doświadczenia z kumulacją nierównowag, w tym trudności z jakimi następują obecnie dostosowania konieczne do ich zmniejszenia, skłaniają do poszukiwania skutecznych narzędzi zwiększających stabilność makroekonomiczną krajów w ramach unii walutowej. Ekonomiści Narodowego Banku Polskiego przeanalizowali możliwość wykorzystania w tym celu odpowiednio zaprojektowanej polityki makroostrożnościowej<sup>17</sup>.

Kumulacja nierównowag pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro, jaka nastąpiła przed kryzysem, dotyczyła – oprócz nierównowag zewnętrznych (por. Ramka 1. Dostosowania nierównowag zewnętrznych w krajach członkowskich strefy euro) – także rynku nieruchomości mieszkaniowych<sup>18</sup>. W latach 1999-2006 inwestycje w sektorze mieszkaniowym podwoiły się w Grecji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii (zwanym dalej krajami peryferyjnymi), natomiast w pozostałych gospodarkach strefy euro (zwanym dalej krajami centrum) nie zmieniły się istotnie. Równocześnie, silny wzrost kredytów hipotecznych oraz cen mieszkań w krajach peryferyjnych przekładał się na boom konsumpcyjny i przyspieszenie dynamiki PKB w tych krajach. Sytuacja radykalnie się zmieniła, kiedy bańka na rynku nieruchomości pękła, przyczyniając się do pogłębienia spadku PKB w krajach peryferyjnych oraz pogorszenia kondycji finansowej banków i wzrostu napięć na rynkach finansowych.

Głównym źródłem narastania nierównowag na rynku nieruchomości w krajach peryferyjnych był spadek stóp procentowych, połączony z ułatwionym dostępem do kredytów transgranicznych, co było konsekwencją przystąpienia tych krajów do strefy euro. Innymi źródłami nierównowag, wskazywanymi w literaturze, były asymetryczne wstrząsy makroekonomiczne, które w różnym stopniu dotykały kraje peryferyjne i kraje centrum.

W ramach unii walutowej narastaniu omawianych nierównowag nie można było przeciwdziałać za pomocą standardowych narzędzi polityki gospodarczej. Stopy procentowe Europejskiego Banku Centralnego są bowiem ustalane dla całej strefy euro i nie ma możliwości ich dostosowania do sytuacji specyficznej dla określonego kraju.

<sup>17</sup> M. Brzoza-Brzezina, M. Kolasa, K. Makarski (2013), *Macroprudential policy and imbalances in the euro area*, NBP Working Paper Nr 138.

<sup>18</sup> Nierównowagi na rynku nieruchomości stanowiły tylko jeden z rodzajów nierównowag, jakie wystąpiły w strefie euro przed kryzysem. Innymi ważnymi nierównowagami były nierównowagi zewnętrzne i nierównowagi w sektorze publicznym.

Ponadto nie jest możliwa – stosowana kilkakrotnie przed powstaniem strefy euro w celu dostosowania konkurencyjności niektórych gospodarek – dewaluacja nominalnego kursu walutowego.

Dodatkowo, narastanie nierównowag na rynku nieruchomości wpływało na kształtowanie się nierównowag w innych sektorach, w szczególności w sektorze publicznym. Boom na rynku nieruchomości przejściowo znacząco zwiększał dochody publiczne. Z jednej strony tworzyło to iluzję równowagi w finansach publicznych. Z drugiej strony, zachęcało do zwiększania wydatków publicznych, co przyspieszyło narastanie nierównowag.

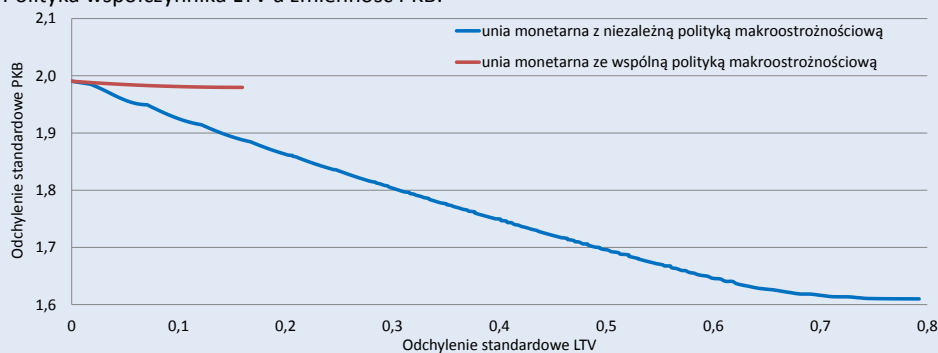
W przypadku wystąpienia nierównowag w finansach publicznych, możliwości wykorzystania polityki fiskalnej w czasie słabej koniunktury były ograniczone ze względu na wysoki stopień zadłużenia krajów peryferyjnych<sup>19</sup>.

Poszukiwanie skutecznych narzędzi zwiększających stabilność makroekonomiczną, które byłyby dostępne w ramach unii walutowej, skłania do rozważenia możliwości wykorzystania polityki makroostrożnościowej. W tym celu skonstruowano model makroekonomiczny krajów peryferyjnych i centrum strefy euro, należący dla klasy dynamicznych, stochastycznych modeli równowagi ogólnej (*dynamic stochastic general equilibrium*). Model zbudowany jest w tradycji nowokeynesowskiej z heterogenicznymi podmiotami gospodarczymi, sztywnościami nominalnymi, sektorem bankowym udzielającym kredytów hipotecznych (podlegającym regulacjom) oraz polityką pieniężną prowadzoną zgodnie z regułą Taylora. Model ten jest użyty do analizy efektywności polityki makroostrożnościowej wykorzystującej jako instrument maksymalny współczynnik LTV dla kredytów hipotecznych (stosunek wielkości kredytu do wartości zabezpieczenia w postaci hipoteki).

W modelu rozważono dwa scenariusze – unii monetarnej z niezależną polityką współczynnika LTV (tj. sytuację, w której jednolitej polityce krótkoterminowych stóp procentowych dla wszystkich krajów unii towarzyszy polityka współczynnika LTV dostosowana do specyficznej sytuacji danego kraju) i unii monetarnej ze wspólną polityką współczynnika LTV (tj. sytuację, w której jednolitej polityce krótkoterminowych stóp procentowych dla wszystkich krajów unii towarzyszy jednolita polityka współczynnika LTV).

#### Wykres R.2.1.

Polityka współczynnika LTV a zmienność PKB.



Źródło: M. Brzoza-Brzezina, M. Kolasa, K. Makarski (2013), Macroprudential policy and imbalances in the euro area, NBP Working Paper Nr 138.

Zmienność PKB mierzona jest jako odchylenie standardowe PKB od trendu wykładniczego.

Zmienność LTV mierzona jest jako odchylenie standardowe zmian współczynnika LTV,  $\Delta LTV_t = LTV_t - LTV_{t-1}$ .

Główny wniosek z badania jest następujący: aktywna polityka makroostrożnościowa wykorzystująca współczynnik LTV może znacznie zmniejszyć wahania cykliczne koniunktury w peryferyjnych krajach unii walutowej (Wykres R.2.1.) tylko wtedy, gdy współczynnik LTV jest dostosowany do specyficznej sytuacji w danym kraju. Skala stabilizacji PKB jest uzależniona od stopnia zmienności współczynnika LTV, jaką są w stanie zaakceptować decydenci. Im bardziej aktywna polityka makroostrożnościowa (oznaczająca większą zmienność współczynnika LTV), tym większy możliwy spadek zmienności PKB. W przypadku jednolitej dla całej unii walutowej polityki makrostabilnościowej spadek zmienności PKB jest niewielki.

<sup>19</sup> Należy zauważyć, że występowanie nierównowag w poszczególnych sektorach gospodarki może wpływać na natężenie występowania zaburzeń w innych sektorach. Na przykład gwałtowny spadek cen na rynku nieruchomości może prowadzić do zwiększenia zadłużenia finansów publicznych i w konsekwencji do kryzysu fiskalnego, jak to miało miejsce w Hiszpanii w ostatnich latach.

Wybrane narzędzia polityki makroostrożnościowej (aktywna polityka współczynnika LTV) mogą być zatem wykorzystane w celu przeciwdziałania narastaniu nierównowag w sektorze nieruchomości w krajach będących członkami unii walutowej, a więc pozbawionych niezależnej polityki krótkoterminowych stóp procentowych. Jednak koniecznym warunkiem skuteczności zastosowanych narzędzi jest ich dostosowanie do specyficznej sytuacji w danym kraju<sup>20</sup>.

## 1.4. Światowe rynki surowców

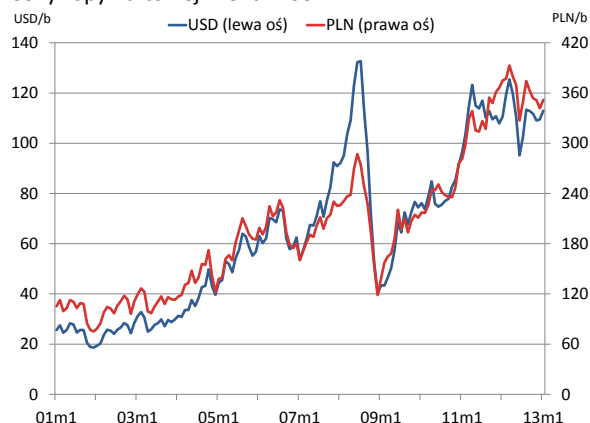
W IV kw. 2012 r. sytuacja na światowych rynkach surowców pozostała pod wpływem obaw o perspektywę globalnego wzrostu gospodarczego, choć presję na spadek ich cen ograniczała deprecjacja dolara amerykańskiego. W efekcie większość cen surowców była stabilna. Na początku 2013 r., wraz z pewnym wzrostem optymizmu na światowych rynkach finansowych, ceny niektórych surowców nieznacznie wzrosły.

Ceny ropy naftowej kształtowały się w IV kw. 2012 r. na stosunkowo wysokim poziomie (Wykres 1.21). Utrzymanie się relatywnie wysokich cen ropy było z jednej strony wynikiem zakłóceń w podaży (przede wszystkim w krajach nienależących do OPEC<sup>21</sup>), z drugiej relatywnie wysokiej dynamiki popytu na ten surowiec w gospodarkach wschodzących<sup>22</sup>. Na początku br. ceny ropy naftowej nieznacznie wzrosły, do czego przyczyniła się poprawa nastrojów na światowych rynkach aktywów, związana w szczególności z osiągnięciem porozumienia w amerykańskim Kongresie w sprawie uniknięcia tzw. klifu fiskalnego.

Od poprzedniego *Raportu* ceny węgla nieco wzrosły (Wykres 1.22). Równocześnie, po nieznacznym wzroście na początku analizowanego okresu, ceny gazu ziemnego powróciły do poziomu z III kw. 2012 r. Zmiany cen gazu ziemnego mogły być związane z wcześniejszym kształtowaniem się cen

**Wykres 1.21**

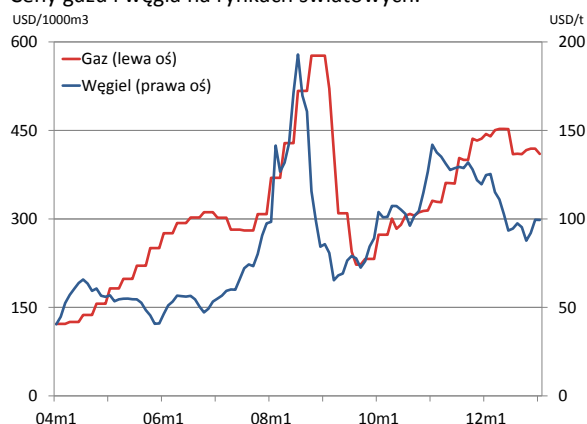
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

**Wykres 1.22**

Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

<sup>20</sup> Powyższy wniosek wyciągnięty jest na podstawie modelu, który służy do badania wpływu polityki makroostrożnościowej prowadzonej za pomocą egzogenicznego współczynnika LTV na sferę makroekonomiczną. Badanie to nie wyczerpuje wszystkich zagadnień związanych z polityką makroostrożnościową. Ponadto celem badania nie jest analiza interakcji pomiędzy sektorem finansowym oraz sferą fiskalną, zatem model nie zawiera sektora fiskalnego.

<sup>21</sup> W IV kw. 2012 r. podaż ropy naftowej w krajach spoza OPEC była zakłócana przede wszystkim przez eskalację wojny domowej w Syrii oraz brak porozumienia między państwami sudańskimi w sprawie wznowienia tranzytu ropy z Sudanu Południowego. Równocześnie, w krajach OPEC w kierunku osłabienia dynamiki podaży oddziaływał spadek produkcji ropy w Iranie.

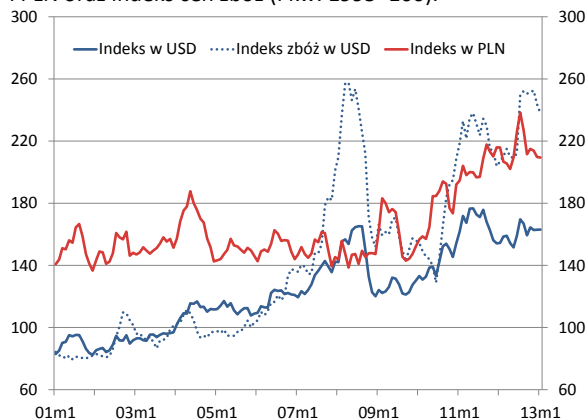
<sup>22</sup> Wzrost zużycia ropy i produktów naftowych przyspieszył w szczególności w Chinach.

ropy naftowej, które z opóźnieniem przekładają się na notowania tego surowca<sup>23</sup>.

Po silnych wahanich w III kw. 2012 r., będących w szczególności efektem suszy w środkowo-zachodniej części Stanów Zjednoczonych, ceny żywności na światowych rynkach rolnych ustabilizowały się na relatywnie wysokim poziomie (Wykres 1.23).

**Wykres 1.23**

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



**Źródło:** Dane MFW, obliczenia NBP.

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

<sup>23</sup> Ze względu na brak dostępności danych o hurtowych cenach gazu w Polsce, ceny gazu prezentowane w niniejszym rozdziale odnoszą się do cen rosyjskiego gazu ziemnego w Niemczech.



## Rozdział 2

# GOSPODARKA KRAJOWA

### 2.1. Procesy inflacyjne

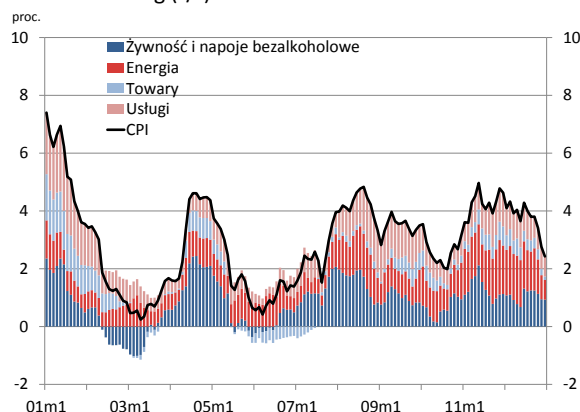
#### 2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce od lipca 2012 r. obniżała się. W rezultacie w październiku inflacja kształtowała się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, w grudniu znalazła się na poziomie zbliżonym do celu (wyniosła 2,4%), a w styczniu 2013 r. obniżyła się do 1,7% (według wstępnych danych GUS; Wykres 2.1)<sup>24</sup>.

Obniżaniu się inflacji, w tym także inflacji bazowej, w IV kw. 2012 r. sprzyjało osłabienie presji popytowej w gospodarce, o czym świadczy spadek popytu konsumpcyjnego. W tym samym kierunku oddziaływała też niższa niż w analogicznym okresie 2011 r. roczna dynamika cen ropy naftowej oraz spadek cen węgla na rynkach światowych (w ujęciu rocznym; por. rozdz. 1.4. *Światowe rynki surowców*). Czynniki te – w połączeniu z silniejszym niż rok wcześniej kursem złotego w IV kw. ub.r. – przełożyły się na znaczne osłabienie dynamiki cen energii (głównie paliw i opału) na rynku krajowym<sup>25</sup>. Umocnienie kursu

**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).

|                                                 | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       |
|-------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>CPI (%)</b>                                  | <b>2,1</b> | <b>1,0</b> | <b>2,5</b> | <b>4,2</b> | <b>3,5</b> | <b>2,6</b> | <b>4,3</b> | <b>3,7</b> |
| <b>Żywność i napoje bezalkohol. (pkt proc.)</b> | 0,6        | 0,2        | 1,3        | 1,6        | 1,0        | 0,7        | 1,3        | 1,0        |
| <b>Energia (pkt proc.)</b>                      | 0,8        | 0,8        | 0,6        | 1,3        | 0,8        | 1,0        | 1,5        | 1,4        |
| <b>Towary (pkt proc.)</b>                       | 0,1        | -0,4       | 0,0        | 0,2        | 0,4        | 0,3        | 0,5        | 0,4        |
| <b>Usługi (pkt proc.)</b>                       | 0,6        | 0,4        | 0,7        | 1,2        | 1,2        | 0,6        | 1,0        | 0,9        |

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.

<sup>24</sup> Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane w następstwie zmiany wag w koszyku CPI, przeprowadzanej na początku każdego roku. Ze względu na wstępny charakter danych, GUS nie opublikował informacji o zmianach cen wszystkich składowych koszyka konsumpcyjnego. W związku z tym pogłębiona analiza styczniowych zmian cen w poszczególnych grupach zostanie przedstawiona w następnym *Raporcie*.

<sup>25</sup> Do obniżenia rocznej dynamiki cen energii przyczyniło się także silne osłabienie dynamiki cen gazu ciekłego, związane z wygaśnięciem niekorzystnego efektu bazy (znaczący wzrost cen gazu ciekłego w IV kw. 2011 r.).

złotego w omawianym okresie przyczyniło się też do osłabienia dynamiki cen części towarów (por. rozdz. 2.1.2. *Inflacja bazowa*), a także do spadku cen producenta, sprzyjając osłabianiu presji kosztowej w gospodarce (por. rozdz. 2.1.3. *Ceny produkcji sprzedanej przemysłu*). Do spadku rocznego wskaźnika inflacji w analizowanym okresie przyczynił się także wzrost podaży większości grup artykułów żywnościowych na rynku krajowym, który osłabiał dynamikę ich cen<sup>26</sup>.

Obniżenie się inflacji w styczniu 2013 r. wynikało przede wszystkim ze spadku dynamiki cen energii, w tym zarówno cen administrowanych (obniżka cen gazu ziemnego, mniejsza niż przed rokiem podwyżka cen energii elektrycznej), jak i rynkowych (spadek cen paliw). Do obniżenia inflacji przyczyniła się także, choć w mniejszym stopniu, niższa niż w poprzednim miesiącu dynamika cen żywności.

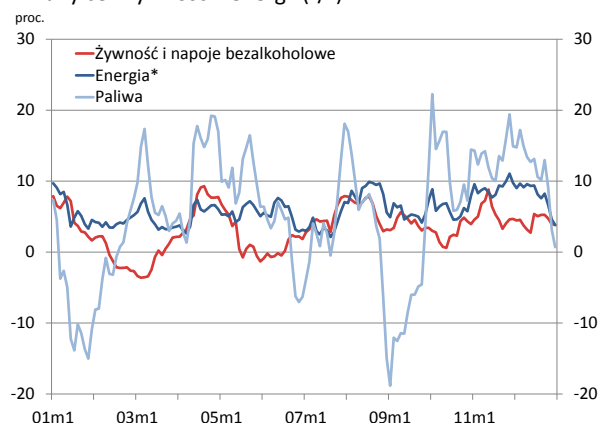
### 2.1.2. Inflacja bazowa

Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżaniu się inflacji CPI towarzyszył spadek wszystkich miar inflacji bazowej (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii od początku 2012 r. wykazywał tendencję spadkową i w grudniu ub. r. obniżył się do 1,4%.

Oprócz spadku popytu konsumpcyjnego, do obniżenia inflacji bazowej w analizowanym okresie przyczyniło się wygasanie niekorzystnych efektów bazy, które dotyczyło cen niektórych kategorii towarów i usług. W szczególności obniżyła się dynamika cen artykułów medyczno-farmaceutycznych, czemu sprzyjało wygaśnięcie wpływu silnego wzrostu cen leków refundowanych w listopadzie i grudniu 2011 r. Niższa była też dynamika administrowanych cen usług transportowych, co z kolei wynikało z wygaśnięcia wpływu podwyżek cen biletów kolejowych w październiku 2011 r. W kierunku

#### Wykres 2.2

Zmiany cen żywności i energii (r/r).

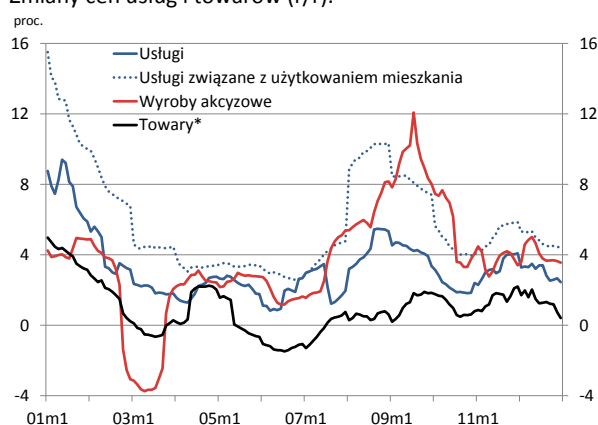


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

#### Wykres 2.3

Zmiany cen usług i towarów (r/r).

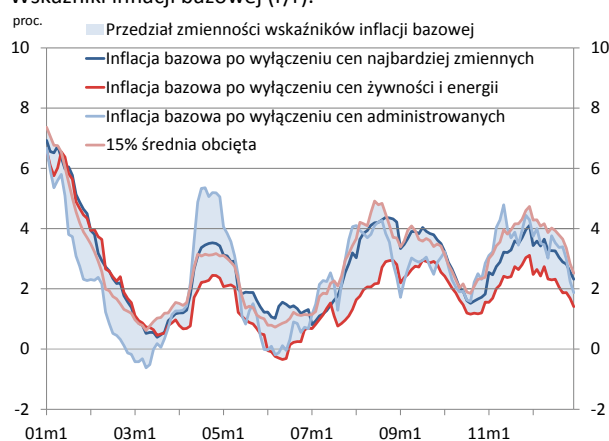


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

#### Wykres 2.4

Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>26</sup> W IV kw. ub. r. na rynku krajowym wzrosła podaż zbóż, mleka, cukru i owoców.

spadku inflacji bazowej – podobnie jak wskaźnika CPI – oddziaływał także silniejszy niż rok wcześniej kurs złotego, który obniżał dynamikę cen towarów pochodzących z importu.

Według wstępnych szacunków NBP<sup>27</sup>, w styczniu 2013 r. wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii ukształtował się na poziomie zbliżonym do odnotowanego w grudniu.

### 2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) obniżyły się w IV kw. 2012 r. o 0,1% (wobec wzrostu o 2,8% w poprzednim kwartale; Wykres 2.6)<sup>28</sup>. Spadek rocznego wskaźnika PPI wynikał głównie ze spadku cen w przetwórstwie przemysłowym i był związany z silniejszym niż rok wcześniej kursem złotego w IV kw. ub. r.

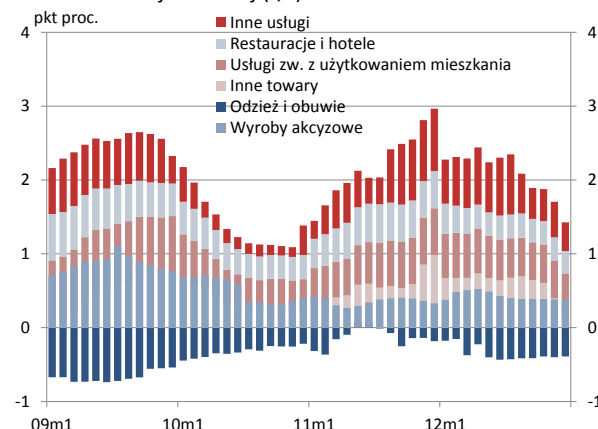
Roczna dynamika cen producenta na rynku krajowym obniżyła się w IV kw. ub. r. do 1,3% (z 3,2% w poprzednim kwartale), a na rynku dóbr eksportowanych – do -2,9% (z odpowiednio 1,6%). Silniejszy spadek dynamiki cen w bardziej importochłonnym sektorze eksportowym wiązał się z większą wrażliwością cen w tym sektorze na zmiany kursu złotego.

### 2.1.4. Ceny importu

Roczna dynamika cen towarów importowanych wyrażonych w złotych w 2012 r. stopniowo się obniżała: z 12,1% w I kw. do 4,3% w III kw. (Wykres 2.7). Był to efekt postępującego spadku dynamiki cen w handlu światowym, która w II i III kw. 2012 r. obniżyła się do ujemnego poziomu (Wykres 2.8). Jednocześnie w II i III kw. 2012 r. kurs złotego był słabszy niż rok wcześniej.

**Wykres 2.5**

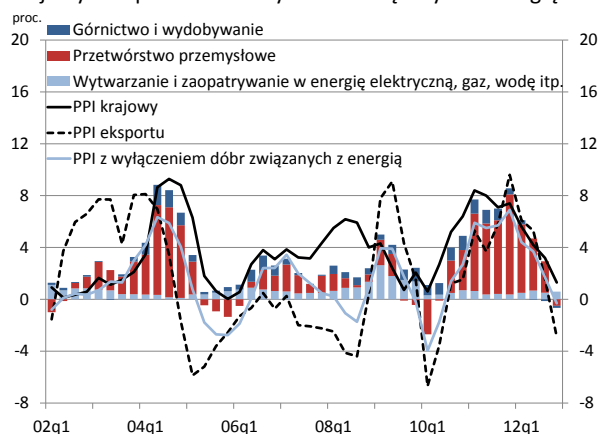
Struktura inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.6**

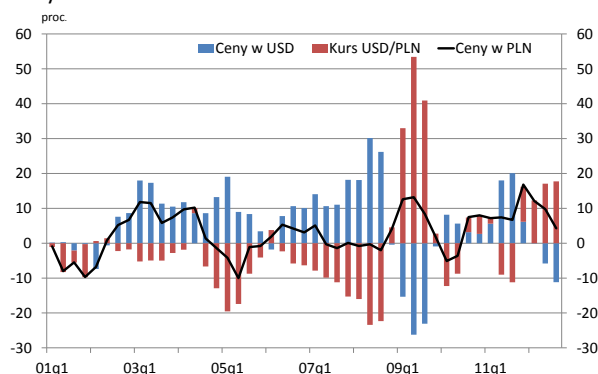
Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu oraz z wył. dóbr związanych z energią.



Źródło: Dane GUS.

**Wykres 2.7**

Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS i CPB, obliczenia NBP.

<sup>27</sup> 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.

<sup>28</sup> W styczniu 2013 r. PPI obniżył się do -1,2% r/r wobec -1,1% r/r w poprzednim miesiącu, na cołożył się wolniejszy wzrost cen w sekcji „wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę” i przyspieszenie spadku cen w górnictwie i wydobywaniu, przy jednoczesnym wolniejszym spadku cen w przetwórstwie przemysłowym.

### 2.1.5. Oczekiwania inflacyjne

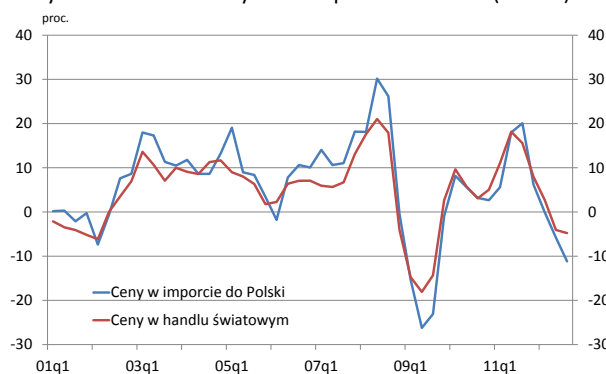
Od publikacji poprzedniego *Raportu*, wraz z postępującym pogarszaniem się koniunktury i słabnięciem presji inflacyjnej, oczekiwania analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy stopniowo się obniżały, kształtując się w lutym br. na poziomie 2,2% r/r, tj. w pobliżu celu inflacyjnego (Wykres 2.9). Równocześnie wyraźnie obniżyła się prognozowana przez analityków inflacja średnioroczna w 2013 r. (do 1,9% z 2,6%). Prognozy na 2014 r. i 2015 r. wskazują na stabilizację inflacji na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego (odpowiednio 2,6% i 2,7%).

Na podobne oczekiwania dotyczące inflacji średniorocznej w latach 2013 i 2014 wskazują też wyniki *Ankiety Makroekonomicznej NBP* z grudnia ub. r.<sup>29</sup> Mediana punktowych prognoz centralnych ankietowanych ekspertów wynosi na 2013 r. 2,2%, a na 2014 r. 2,6%. Zbliżone wartości wynikają też z probabilistycznej prognozy zagregowanej (powstałej w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych), zgodnie z którą inflacja w 2013 i 2014 r. ma wynieść odpowiednio 2,3% i 2,7%. Jednocześnie prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale odchylen od celu inflacyjnego, tj. 1,5%-3,5% nie zmieniło się istotnie względem ankiety z września ub.r. i nadal wynosi ok. 80% w 2013 r. i ok. 70% w 2014 r. (Tabela 2.2).

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy w 2012 r. stopniowo się obniżały i w IV kw. ub. r. osiągnęły poziom celu inflacyjnego, tj. 2,5%. Spadek oczekiwań pod koniec roku wynikał w większym stopniu ze zmian bieżącej inflacji znanej przedsiębiorstwom w momencie przeprowadzania badania niż ze

**Wykres 2.8**

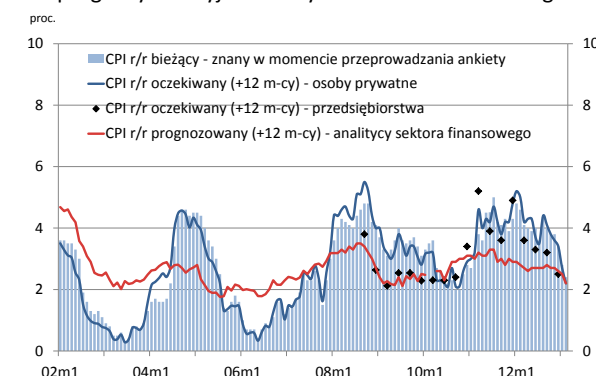
Ceny w handlu światowym i w imporcie do Polski (w USD).



Źródło: Dane GUS i CPB, obliczenia NBP.

**Wykres 2.9**

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



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, NBP.

Dla osób prywatnych i przedsiębiorstw – miara zobiektywizowana.

**Tabela 2.2**

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

| Horyzont | Mediana rozkładu zagregowanego | Przedział 50% | Przedział 90% | Prawdopodobieństwo przedziału 1,5-3,5% |
|----------|--------------------------------|---------------|---------------|----------------------------------------|
| 2013     | 2,3                            | 1,9-2,8       | 1,0-3,8       | 81%                                    |
| 2014     | 2,7                            | 2,0-3,4       | 1,0-4,8       | 67%                                    |

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z grudnia 2012 r.

<sup>29</sup> Ankieta Makroekonomiczna NBP jest przeprowadzana z częstotliwością kwartalną. Uczestniczą w niej eksperci z instytucji finansowych, ośrodków badawczych oraz organizacji pracodawców i pracobiorców. Ich prognozy są formułowane w kategoriach probabilistycznych, co pozwala uwzględnić różne scenariusze rozwoju sytuacji gospodarczej i ocenić stopień zgodności prognoz. Szczegółowe omówienie wyników ankiety – por. <http://amakro.nbp.pl>

zmian struktury odpowiedzi na pytanie ankietowe<sup>30</sup>.

Nadal obniżały się także oczekiwania inflacyjne osób prywatnych. W lutym 2013 r. oczekiwania te spadły do poziomu 2,2% (wobec 5,2% w styczniu 2012 r.). Spadek oczekiwań osób prywatnych w analizowanym okresie wynikał głównie z obniżania się inflacji bieżącej, znanej respondentom w momencie udzielania wywiadu ankietowego. Natomiast wpływ poprawy struktury odpowiedzi na pytanie ankiety na poziom oczekiwań był stosunkowo niewielki.

## 2.2. Popyt i produkcja

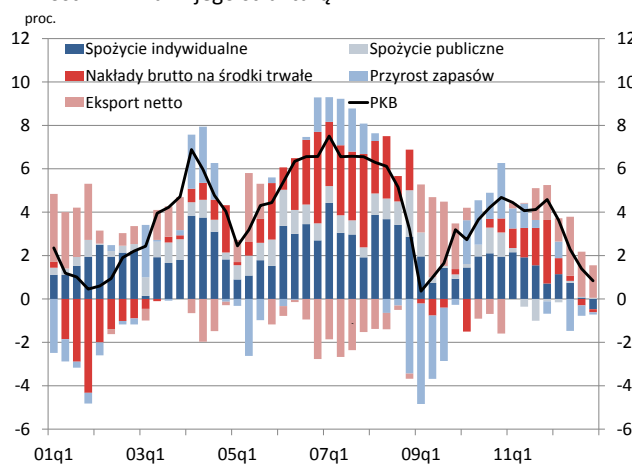
W II połowie ub.r. roczne tempo wzrostu PKB ponownie się obniżyło. Według szacunków GUS dynamika PKB wyniosła 1,4% r/r w III kw. ub. r. i 0,8% r/r w IV kw. ub. r. (wobec 2,3% r/r w II kw. ub. r.; Wykres 2.10, Tabela 2.3)<sup>31</sup>. Zgodnie z szacunkami NBP, w ujęciu kwartalnym, tempo wzrostu PKB w II połowie 2012 r. pozostało niskie i wyniosło 0,2% kw/kw w III kw. ub. r. i 0,4% kw/kw w IV kw. ub. r. (wobec 0,1% kw/kw w II kw. ub. r.; dane po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

Wzrost PKB obniżany był przez dalszy spadek popytu krajowego (jego dynamika wyniosła -0,7% r/r w III i IV kw. 2012 r. wobec -0,4% r/r w II kw. ub. r.), wynikający z malejących inwestycji, a w IV kw. również konsumpcji, którym towarzyszył wciąż ujemny wkład zapasów do wzrostu PKB. Jednocześnie wzrost PKB w II połowie 2012 r. był podtrzymywany przez relatywnie dużą – choć stopniowo słabnącą – poprawę eksportu netto.

W II połowie 2012 r. istotnie osłabił się popyt konsumpcyjny. Obniżenie dynamiki spożycia indywidualnego związane było z dalszym

Wykres 2.10

Wzrost PKB wraz z jego strukturą.



Źródło: Dane GUS.

<sup>30</sup> Pytanie ankietowe adresowane do przedsiębiorstw jest formułowane w odniesieniu do bieżącej inflacji. W ostatnim badaniu brzmiało ono następująco: „W październiku br. wskaźnik CPI (inflacja) wyniósł 3,4% w relacji rocznej. Zdaniem przedsiębiorstwa w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny: (1) będą rosły szybciej niż dotychczas, (2) będą rosły w tym samym tempie, (3) będą rosły wolniej, (4) pozostaną bez zmian, (5) spadną, (6) nie wiem”.

<sup>31</sup> Szacunek PKB i jego składowych w IV kw. ub.r. implikowany z opublikowanego przez GUS wstępnego szacunku PKB w 2012 r.

pogarszaniem się sytuacji na rynku pracy oraz z utrzymywaniem się niekorzystnych nastrojów konsumenckich, czemu towarzyszyło spowolnienie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. Z kolei spożycie publiczne w II połowie 2012 r. wzrosło jedynie nieznacznie (o 0,2% r/r w III kw. i 0,3% r/r w IV kw. wobec 0,5% r/r w II kw. ub. r.), co było związane z działaniami ograniczającymi deficyt sektora finansów publicznych. W efekcie dynamika spożycia ogółem obniżyła się do 0,1 % r/r w III kw. 2012 r. i -0,6% r/r w IV kw. 2012 r. (wobec 1,0% r/r w II kw. ub. r.).

W II połowie 2012 r. nastąpił dalszy spadek inwestycji, na co złożyło się silne obniżenie inwestycji publicznych, przy niskim wzroście inwestycji przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Jednocześnie wkład zmiany stanu zasobów do wzrostu PKB nieco wzrósł, choć pozostał ujemny.

W II połowie 2012 r. dynamika eksportu pozostała dodatnia – choć obniżyła się (do 0,7% r/r w III i IV kw. wobec 2,6% r/r w II kw. ub.r.). Natomiast import nadal spadał (jego dynamika wyniosła -3,7% r/r w III kw. i -2,7% r/r w IV kw. wobec -3,1% r/r w II kw. ub.r.), co związane było z osłabieniem popytu krajowego<sup>32</sup>. Spadek importu, przy wciąż rosnącym eksporcie, przełożył się na dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB, który wyniósł 2,1 pkt proc. w III kw. 2012 r. i 1,5 pkt proc. w IV kw. (wobec 2,7 pkt proc. w II kw. ub.r.).

### 2.2.1. Popyt konsumpcyjny

W IV kw. ub.r. nastąpił spadek popytu konsumpcyjnego. Dynamika spożycia indywidualnego spadła do -0,9% r/r (wobec 0,1% r/r w III kw. 2012 r.; Wykres 2.11)<sup>33</sup>. Według szacunków NBP, w ujęciu kwartalnym, tempo

**Tabela 2.3**

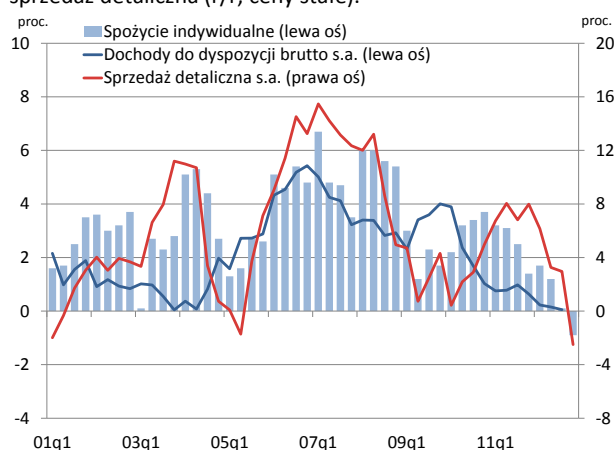
Tempo wzrostu PKB (r/r).

|                                            | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |      |      |      |
|--------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                            |      |      |      |      | q1   | q2   | q3   | q4   |
| <b>PKB (%)</b>                             | 5,1  | 1,6  | 3,9  | 4,3  | 3,6  | 2,3  | 1,4  | 0,8  |
| <b>Spożycie indywidualne (%)</b>           | 5,7  | 2,1  | 3,2  | 2,5  | 1,7  | 1,2  | 0,1  | -0,9 |
| <b>Spożycie publiczne (%)</b>              | 7,4  | 2,1  | 4,1  | -1,7 | -0,8 | 0,5  | 0,2  | 0,3  |
| <b>Nakłady brutto na środki trwałe (%)</b> | 9,6  | -1,2 | -0,4 | 9,0  | 6,0  | 1,3  | -1,5 | -0,5 |
| <b>Przyrost zasobów (pkt proc.)</b>        | -1,1 | -2,4 | 2,0  | 0,4  | 0,8  | -1,5 | -0,5 | -0,1 |
| <b>Eksport netto (pkt proc.)</b>           | -0,6 | 2,7  | -0,7 | 0,9  | 1,1  | 2,7  | 2,1  | 1,5  |

Źródło: Dane GUS.

**Wykres 2.11**

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

<sup>32</sup> Przedstawione dynamiki pochodzą z rachunków narodowych GUS (w PLN) i mogą się różnić od prezentowanych w rozdziale 2.2.4 *Eksport i import*, gdzie uwzględnione są dane GUS o handlu zagranicznym wyrównane sezonowo (w EUR).

<sup>33</sup> Szacunek spożycia indywidualnego w IV kw. 2012 r. implikowany z opublikowanego przez GUS wstępnego szacunku PKB w 2012 r.

wzrostu obniżyło się do -0,3% kw/kw w IV kw. 2012 r. (wobec 0,0% kw/kw w III kw.; po usunięciu wpływu wahań sezonowych). Jednocześnie w III kw. ub.r. nieco wzrosła stopa oszczędności (Wykres 2.12)<sup>34</sup>.

Spadek popytu konsumpcyjnego w IV kw. ub. r. widoczny jest także w istotnym obniżeniu się rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej w tym okresie<sup>35</sup>. Osłabienie sprzedaży było wyraźne w kategorii pojazdy samochodowe i motocykle oraz meble, rtv i agd, co wiązać można z rezygnacją przez gospodarstwa domowe z dużych zakupów w okresie pogarszającej się koniunktury<sup>36</sup>.

Obniżenie się konsumpcji w IV kw. ub.r. było związane ze spadkiem dynamiki wynagrodzeń i stagnacją zatrudnienia (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), zwiększeniem obaw przed bezrobociem (Wykres 2.13) oraz spowolnieniem akcji kredytowej dla gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądze*).

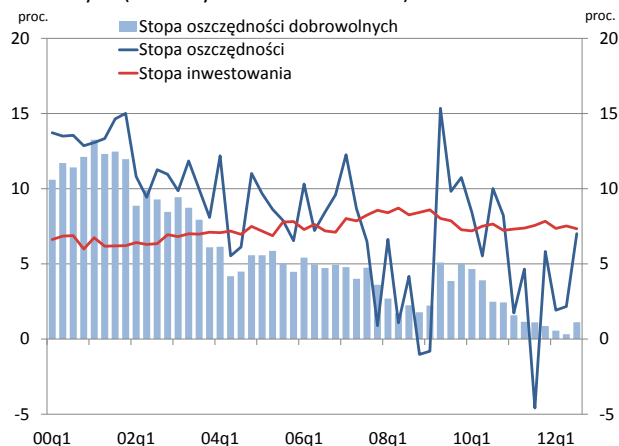
### 2.2.2. Popyt inwestycyjny

W IV kw. 2012 r. inwestycje w gospodarce ponownie się obniżyły, choć ich spadek był słabszy niż w III kw. ub.r. Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. 2012 r. w ujęciu rocznym wyniosła -0,5% r/r (wobec -1,5% r/r w III kw. 2012 r.), zaś w ujęciu kwartalnym, zgodnie z szacunkami NBP, odpowiednio 0,5% kw/kw (wobec -0,4% kw/kw)<sup>37</sup>.

Zgodnie z szacunkami NBP, w IV kw. 2012 r. nastąpiło dalsze silne obniżenie inwestycji sektora finansów publicznych, co związane było z trwającym zacieśnieniem fiskalnym

**Wykres 2.12**

Stopy oszczędzania\* i inwestowania w sektorze gospodarstw domowych (dane wyrównane sezonowo)



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

\* stopa oszczędności dobrowolnych nie uwzględnia oszczędności gospodarstw domowych w Otwartych Funduszach Emerytalnych

**Wykres 2.13**

Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS.

<sup>34</sup> Dane NBP dotyczące oszczędności za I-III kwartał 2012 roku różnią się od danych GUS z tytułu weryfikacji informacji o składkach na ubezpieczenia społeczne.

<sup>35</sup> Ukazujące się co miesiąc dane o sprzedaży detalicznej odnoszą się do sprzedaży w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób. Natomiast dane o sprzedaży detalicznej ogółem (obejmującej także przedsiębiorstwa zatrudniające 9 osób i mniej) są publikowane tylko dla okresów rocznych. Z częstotliwością miesięczną dostępne są także dane o obrotach w handlu detalicznym, obejmującym pełną zbiorowość przedsiębiorstw. Dane te są jednak słabiej związane z wielkością konsumpcji niż dane o sprzedaży detalicznej. Stąd w *Raporcie* omawiane są miesięczne dane o sprzedaży detalicznej.

<sup>36</sup> Na podstawie danych wyrównanych sezonowo. Odkładanie dużych zakupów widoczne jest także w badaniach koniunktury GUS.

<sup>37</sup> Szacunek nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. 2012 r. implikowany z opublikowanego przez GUS wstępnego szacunku PKB w 2012 r.

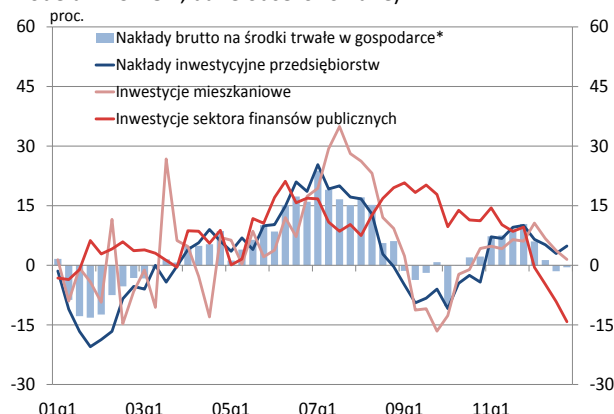
(Wykres 2.14; por. rozdz. 2.2.3. *Popyt sektora finansów publicznych*). Równocześnie w IV kw. ub. r. w kierunku ograniczenia spadku inwestycji ogółem oddziaływał wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Wzrosły także – choć nieznacznie – nakłady inwestycyjne gospodarstw domowych. Wzrost inwestycji mieszkaniowych mógł być związany z przypadającym na koniec roku zakończeniem rządowego programu subsydiowania kredytów mieszkaniowych *Rodzina na swoim* (por. podrozdz. 2.5.3. *Ceny mieszkań*).

Napływające od poprzedniego *Raportu* informacje wskazują na wciąż niekorzystne perspektywy aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. O braku bodźców do inwestowania świadczy w szczególności spadek stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.16). Niekorzystne perspektywy inwestycji potwierdzają także badania koniunktury NBP, zgodnie z którymi po raz kolejny obniżył się udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie większych inwestycji w perspektywie roku. Również prognozy na kolejny kwartał wskazują na możliwy spadek inwestycji firm – wskaźnik kontynuacji inwestycji obniżył się, a odsetek firm planujących rozpoczęcie nowych inwestycji w I kw. br. pozostał niski (obecnie oba wskaźniki kształtują się poniżej poziomu ich długookresowej średniej; Wykres 2.15). O możliwym spadku inwestycji firm świadczy ponadto pogłębiający się w 2012 r. spadek wartości kosztorysowej nowo rozpoczętych inwestycji ogółem<sup>38</sup>.

Czynnikiem, który powstrzymuje przedsiębiorstwa przed inwestowaniem są przede wszystkim obawy odnośnie do kształtowania się popytu. Znaczna część firm zgłasza również problemy z finansowaniem jako przyczynę braku planów inwestycyjnych na 2013 r. Problemy z finansowaniem mogą być związane z pogarszającą się sytuacją finansową przedsiębiorstw (środki własne firm pozostają głównym źródłem

**Wykres 2.14**

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

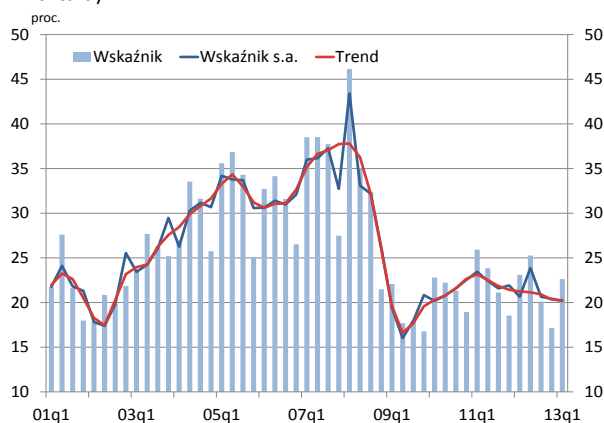


Źródło: Szacunki NBP.

\*Dane GUS (dane nieodsezonowane).

**Wykres 2.15**

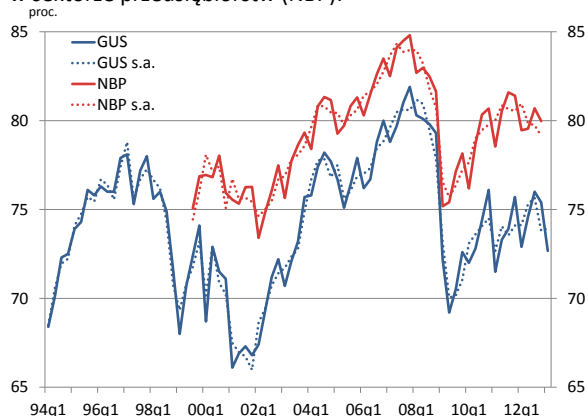
Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

**Wykres 2.16**

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



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

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

<sup>38</sup> Ostatnie dostępne dane dotyczą III kw. 2012 r.

finansowania nowych inwestycji, por. rozdz. 2.3. *Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw*) oraz z zacieśnianiem polityki kredytowej banków w odniesieniu do firm (por. rozdz. 2.6. *Kredyt i pieniądź*; Wykres 2.17).

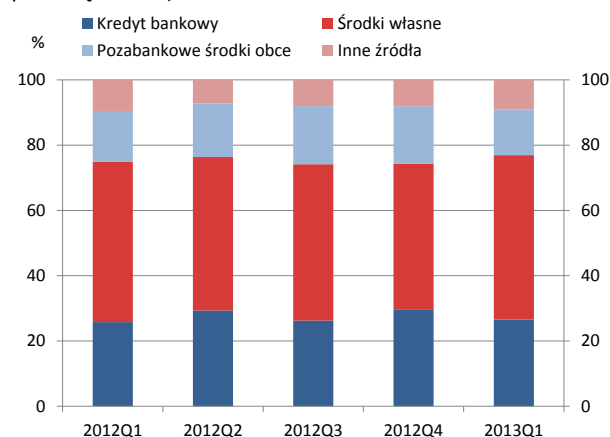
### 2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

W 2012 r. kontynuowany był proces ograniczania nierównowagi w finansach publicznych. Według dostępnych prognoz deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych zmniejszył się z 5,0% PKB w 2011 r. do ok. 3,5% PKB. W porównaniu z 2011 r. zmieniła się struktura realizowanego dostosowania fiskalnego. Podczas gdy zacieśnienie w 2011 r. było oparte głównie na podwyżkach podatków i ograniczaniu wydatków bieżących, w 2012 r. jego istotnym elementem było ograniczenie inwestycji publicznych, które miało miejsce zarówno na szczeblu centralnym, jak i w jednostkach samorządu terytorialnego. W literaturze ekonomicznej tej kategorii budżetowej przypisuje się wysoką wartość tzw. mnożnika fiskalnego. Taka zmiana struktury dostosowania może świadczyć, że konsolidacja fiskalna miała relatywnie silniejszy, niż w 2011 r., wpływ na aktywność gospodarczą. Państwowy dług publiczny w relacji do PKB zmniejszył się do poziomu ok. 53% PKB na koniec 2012 r., przy czym do jego spadku istotnie przyczyniła się aprecjacja kursu złotego<sup>39</sup>.

Według wstępnych danych, deficyt budżetu państwa w 2012 r. ukształtował się na poziomie ok. 30,6 mld zł, a zatem niższym od limitu ustawowego wynoszącego 35 mld zł. Osiągnięcie niższego od planowanego deficytu było możliwe dzięki ograniczaniu wydatków budżetu, w szczególności pod koniec roku, a także nieplanowanym dochodom niepodatkowym. Jednocześnie odnotowano znaczący niedobór dochodów podatkowych, związany z osłabieniem popytu krajowego.

**Wykres 2.17**

Główne źródła finansowania nowych inwestycji (% przedsiębiorstw).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

<sup>39</sup> Państwowy dług publiczny nie przekroczył zatem w 2012 r. 55% PKB, tj. tzw. drugiego progu ostrożnościowego wyznaczonego w *Ustawie o finansach publicznych*.

Jednostki samorządu terytorialnego po trzech kwartałach 2012 r. zanotowały nadwyżkę w wysokości 7,1 mld zł, tj. o 3,9 mld zł wyższą niż w 2011 r. Równocześnie, według statystyki pieniężnej NBP, przyrost zadłużenia samorządów w sektorze bankowym wyniósł w całym 2012 r. ok. 2,0 mld zł i był o 7,3 mld zł niższy niż w roku poprzednim. Na podstawie tych informacji można wnioskować, że deficyt jednostek samorządu terytorialnego był w ub.r. wyraźnie niższy niż odnotowany w 2011 r., przede wszystkim w efekcie ograniczenia wydatków majątkowych samorządów.

W 2012 r. zmniejszył się także niedobór Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, do czego przyczyniła się podwyżka składki rentowej wprowadzona od lutego ub.r. Nadal jednak FUS zwiększał stan swojego zadłużenia wobec budżetu państwa oraz korzystał ze środków Funduszu Rezerwy Demograficznej (2,9 mld zł). Natomiast Fundusz Pracy oraz Narodowy Fundusz Zdrowia zanotowały w ub.r. wyniki zbliżone do uzyskanych w 2011 r.

W 2013 r. można oczekiwać kontynuacji procesu ograniczenia nierównowagi finansów publicznych w ujęciu strukturalnym, przy czym skala zacieśnienia fiskalnego będzie wyraźnie mniejsza od odnotowanej w 2011 r. i 2012 r. W kierunku ograniczenia deficytu oddziaływać będą w szczególności zmiany w podatku akcyzowym oraz podatku dochodowym od osób fizycznych, dochody z tytułu sprzedaży praw do emisji CO<sub>2</sub>, a także utrzymanie tymczasowej reguły wydatkowej oraz zamrożenia płac w sferze budżetowej. Ponadto, prawdopodobnie nastąpi także dalszy spadek nakładów brutto na środki trwałe sektora publicznego. Jednostki samorządu terytorialnego ograniczają swoje wydatki majątkowe w związku z działaniem reguł fiskalnych oraz wykorzystaniem w znacznym stopniu środków unijnych z Regionalnych Programów Operacyjnych, z perspektywy 2007-2013. Zmniejszą się także nakłady Krajowego Funduszu Drogowego na

budowę dróg krajowych i autostrad, w efekcie zakończenia większości projektów realizowanych w latach 2011-2012. Jednocześnie w warunkach oczekiwanego spowolnienia gospodarczego, istnieje ryzyko, że pomimo wyżej wymienionych działań, saldo finansów publicznych w br. nie ulegnie poprawie w porównaniu do 2012 r.

#### 2.2.4. Eksport i import

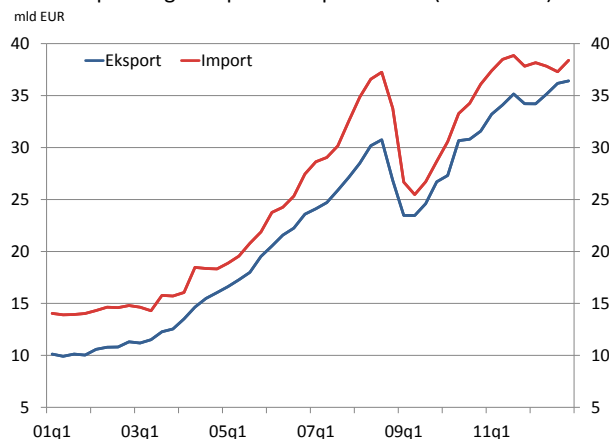
W III kw. 2012 r. utrzymała się niska aktywność w handlu zagranicznym<sup>40</sup>. Nadal relatywnie niskiej dynamice eksportu (2,9% r/r w III kw. 2012 r. wobec 3,1% r/r w II kw. ub. r.), towarzyszył pogłębiający się spadek importu (o 4,0% r/r wobec spadku o 1,7% r/r w II kw. 2012 r.; Wykres 2.18).

W III kw. 2012 r. w kierunku osłabienia wzrostu eksportu działało pogłębienie spadku sprzedaży eksportowej do krajów strefy euro (do 1,8% r/r wobec spadku o 0,4% r/r w II kw. 2012 r.; Wykres 2.19). Zmniejszenie eksportu do strefy euro wynikało przede wszystkim z dalszego spadku sprzedaży dóbr pośrednich, do czego prawdopodobnie przyczyniać się mogło ograniczenie obrotów w ramach regionalnych sieci produkcji. Wobec dalszego spadku popytu konsumpcyjnego w strefie euro, nieznacznie obniżył się również eksport dóbr konsumpcyjnych.

Dalszemu ograniczeniu eksportu do strefy euro towarzyszył stabilny wzrost sprzedaży do pozostałych partnerów handlowych Polski (o 6,3% r/r w II i III kw. 2012 r.). Utrzymanie dynamiki eksportu nastąpiło pomimo spowolnienia wzrostu sprzedaży do pozostałych krajów UE, głównie dzięki przyspieszeniu wzrostu sprzedaży do krajów WNP (wzrost o 23,0% r/r wobec 15,2% r/r w II kw. 2012 r.). Eksport do krajów WNP wspierany jest przez utrzymującą się w tych krajach relatywnie dobrą koniunkturę.

**Wykres 2.18**

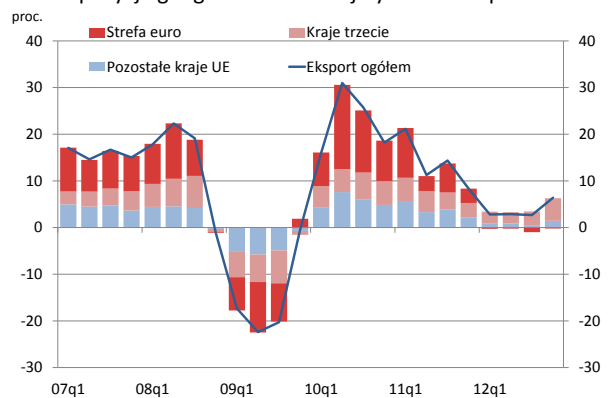
Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (w mld EUR).



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

**Wykres 2.19**

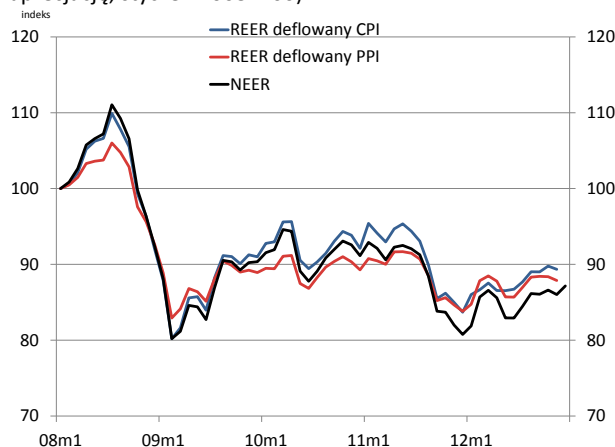
Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu.



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

**Wykres 2.20**

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



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

<sup>40</sup> Analiza wartości polskiego eksportu i importu w tym podrozdziale oparta jest na danych GUS dotyczących handlu zagranicznego (w EUR) po usunięciu wpływu czynników sezonowych.

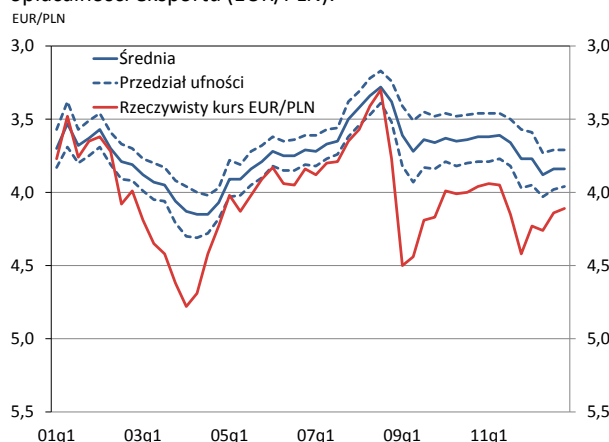
W III kw. 2012 r. spadek importu pogłębił się. Tendencja ta dotyczyła wszystkich głównych kategorii dóbr. Szczególnie silnie obniżył się import dóbr finalnych, do czego przyczyniać się mógł spadek inwestycji i zapasów oraz osłabienie konsumpcji indywidualnej. Natomiast na spadek importu dóbr pośrednichłożyło się obniżenie krajowej aktywności gospodarczej oraz spowolnienie wzrostu sprzedaży eksportowej.

W IV kw. 2012 r. doszło do przyspieszenia eksportu (do 6,4% r/r) i pewnego wzrostu importu (o 1,5% r/r). Ożywienie w handlu zagranicznym w IV kw. ub.r. było jednak w znacznej mierze efektem istotnego zwiększenia obrotów w październiku ub.r., do którego przyczyniły się czynniki sezonowe i jednorazowe<sup>41</sup>. Wzrost dynamiki eksportu wynikał z przyspieszenia sprzedaży do krajów spoza strefy euro, szczególnie silnego w przypadku krajów WNP, przy ograniczeniu spadku eksportu do krajów strefy euro. Natomiast na pewien wzrost importu w IV kw. 2012 r.łożyło się zwiększenie importu dóbr finalnych oraz ograniczenie spadku importu dóbr pośrednich, które mogło być związane z ożywieniem sprzedaży eksportowej.

W II połowie 2012 r. nominalny i realny efektywny kurs złotego uległ aprecjacji względem II kw. 2012 r. (Wykres 2.20). Umocnienie kursu złotego, skutkowało pewnym obniżeniem marż na sprzedaży zagranicznej. Jednocześnie, przy stosunkowo stabilnym kursie granicznym, opłacalność eksportu pozostała relatywnie wysoka (Wykres 2.21)<sup>42</sup>. Na brak istotnego zmniejszenia opłacalności sprzedaży eksportowej wskazuje także historycznie niski odsetek przedsiębiorstw wskazujących kurs walutowy jako barierę rozwoju<sup>43</sup>.

**Wykres 2.21**

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



Źródło: Dane i szacunki NBP.

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

<sup>41</sup> W kierunku wzrostu obrotów handlowych w październiku działał efekt dni roboczych. Ponadto do przyspieszenia wzrostu eksportu przyczynił się istotny wzrost eksportu statków.

<sup>42</sup> Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2012 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2012 r.

<sup>43</sup> Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r.

### Ramka 3. Struktura geograficzna polskiego eksportu

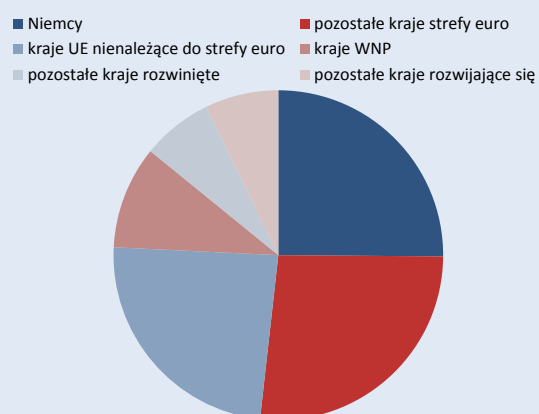
W warunkach spadku popytu wewnętrznego, wyniki w handlu zagranicznym stają się istotnym czynnikiem kształtującym tempo wzrostu gospodarczego Polski. Wobec silnego zróżnicowania perspektyw gospodarczych poszczególnych krajów i – w związku z tym – ich popytu importowego, analiza struktury geograficznej eksportu Polski może być pomocna w określeniu możliwych tendencji dotyczących sprzedaży eksportowej Polski.

W 2012 r. struktura geograficzna eksportu Polski była zdominowana przez kraje Unii Europejskiej: trafiło do nich 75,8% polskiej produkcji eksportowej (Wykres R.3.1)<sup>44</sup>. Spośród państw unijnych najważniejszymi odbiorcami pozostają kraje strefy euro, których udział w polskim eksporcie był ponad 2-krotnie wyższy niż pozostałych państw członkowskich UE<sup>45</sup>. Przyczyniała się do tego silna koncentracja eksportu na gospodarce niemieckiej (zachodni sąsiad Polski był w 2012 r. odbiorcą 25,1% sprzedaży eksportowej). Należy jednak podkreślić, że kolejnymi pod względem udziału w eksporcie partnerami handlowymi Polski były Wielka Brytania i Czechy – kraje nienależące do strefy euro (ich udziały w eksporcie Polski wynosiły odpowiednio 6,7% i 6,3%). Drugą, po Unii Europejskiej, najważniejszą grupą odbiorców polskiego eksportu były kraje Wspólnoty Niepodległych Państw (WNP)<sup>46</sup>. W 2012 r. do krajów WNP trafiło 10,1% eksportu Polski, z czego ponad połowa – do Rosji (5,4%). Wobec koncentracji polskiej sprzedaży eksportowej w krajach UE i WNP, pozostali partnerzy handlowi Polski odgrywali mniejszą rolę, przy zbliżonym udziale pozostałych krajów rozwiniętych i wschodzących (odpowiednio 6,9% i 7,2%).

Istnienie silnych powiązań handlowych z państwami członkowskimi oraz innymi, bliskimi geograficznie rynkami zbytu, jest typowe również dla pozostałych krajów UE. Co więcej eksport części nowych państw członkowskich UE (Czech, Węgier, Słowacji i Słowenii) oraz niektórych małych gospodarek należących do UE-15 (Austrii, Luksemburga, Holandii), podobnie jak eksport Polski, jest skoncentrowany na gospodarce niemieckiej. Natomiast struktura geograficzna eksportu dużych gospodarek UE-15 wydaje się być bardziej zdywersyfikowana. Hipotezę tę potwierdza porównanie koncentracji geograficznej eksportu krajów UE w oparciu o indeks Herfindahla-Hirschmana (HHI) (Wykres R.3.2)<sup>47</sup>.

**Wykres R.3.1**

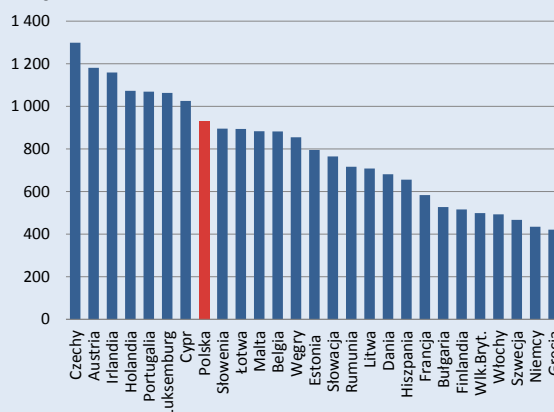
Struktura eksportu Polski w 2012 r.



Źródło: OECD, GUS, Eurostat.

**Wykres R.3.2**

Indeks HHI koncentracji geograficznej eksportu dla krajów UE w 2011 r.



Źródło: OECD, GUS, Eurostat.

<sup>44</sup> Dane za 2012 r. są danymi wstępnymi. Źródłem danych dot. krajów UE jest GUS, natomiast dane dot. krajów spoza UE zostały pobrane z Eurostatu. Do grupy krajów UE zaliczano w całym analizowanym okresie wszystkie 27 obecnych państw członkowskich. Ponadto wszystkie kraje członkowskie zostały uznane za kraje rozwinięte.

<sup>45</sup> W całym analizowanym okresie jako kraje strefy euro uznano 17 obecnych członków tej strefy.

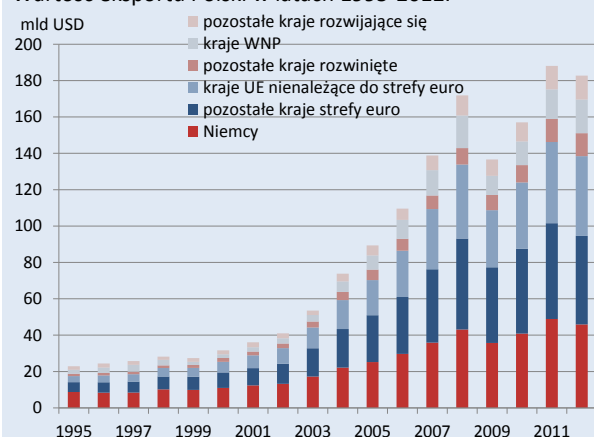
<sup>46</sup> Do grupy tej w całym analizowanym okresie zaliczano: Armenię, Azerbejdżan, Białoruś, Gruzję, Kazachstan, Kirgistan, Mołdawię, Rosję, Tadżykistan, Turkmenistan, Ukrainę i Uzbekistan.

<sup>47</sup> Indeks Herfindahla-Hirschmana (HHI) został obliczony na podstawie danych za 2011 r. Indeks HHI jest miernikiem koncentracji stosowanym głównie do oceny siły konkurencji na danym rynku. Indeks ten może być jednak również wykorzystywany do pomiaru koncentracji eksportu (porównaj: Kellman, Shachmurove, 2011). Indeks jest obliczany jako suma kwadratów udziałów poszczególnych krajów w eksporcie danego kraju. Wyższa wartość indeksu oznacza większą koncentrację geograficzną eksportu.

W latach 1995-2012 znaczenie handlu zagranicznego dla polskiej gospodarki silnie wzrosło<sup>48</sup>. Istotnej ekspansji polskiego eksportu towarzyszyły zmiany jego struktury geograficznej (Wykres R.3.3). W latach 1995-1999 notowano znaczne wahania udziałów dwóch najważniejszych grup odbiorców polskiego eksportu (krajów UE i WNP), do czego przyczyniały się duże zmiany popytu importowego krajów WNP (Wykres R.3.4). Natomiast w okresie 2003-2012 spadkowi udziału krajów UE w eksporcie Polski, towarzyszył wzrost znaczenia krajów WNP, wynikający głównie ze zwiększenia się udziału Rosji w polskiej produkcji eksportowej z 2,8% do 5,4%. Do wzrostu znaczenia Rosji dla polskiego eksportu przyczyniło się zarówno przenoszenie przez korporacje międzynarodowe produkcji towarów kierowanych m.in. na rynek rosyjski do Polski, jak i wysoka dynamika PKB utrzymująca się w Rosji w latach 2003-2008. Udział gospodarek rozwiniętych nienależących do UE zmieniał się w analizowanym okresie jedynie nieznacznie<sup>49</sup>.

**Wykres R.3.3**

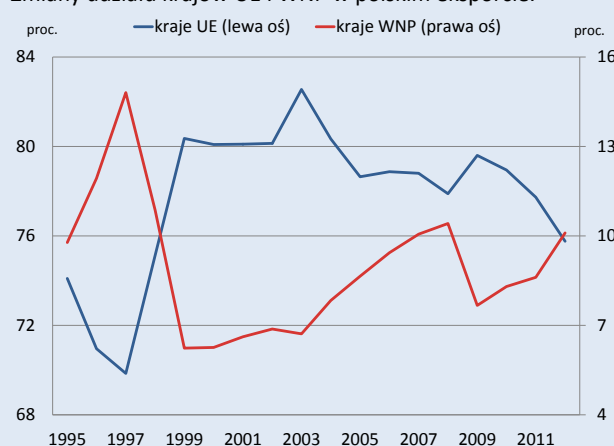
Wartość eksportu Polski w latach 1995-2012.



Źródło: OECD, GUS, Eurostat.

**Wykres R.3.4**

Zmiany udziału krajów UE i WNP w polskim eksporcie.



Źródło: OECD, GUS, Eurostat.

W latach 1995-2012 udział pozostałych gospodarek wschodzących w eksporcie Polski był relatywnie stabilny, co kontrastowało z tendencjami obserwowanymi w gospodarce globalnej: po 2000 r. udział gospodarek wschodzących w globalnym imporcie istotnie wzrósł (z 15,8% w 2000 r. do 36,9% w 2011 r.)<sup>50</sup>. Do tego wzrostu przyczyniło się po części rosnące znaczenie dużych, dynamicznie rozwijających się gospodarek azjatyckich – Chin i Indii<sup>51</sup>. Również w przypadku eksportu Polski znaczenie tych gospodarek w wymianie handlowej zwiększyło się, jednak mimo to pozostało relatywnie niewielkie (wzrost z 0,44% w 2000 r. do 1,33% w 2012 r.). Polska z powodzeniem zwiększała jednak eksport na mniej oddalone rynki krajów wschodzących – poza wspomnianymi wyżej krajami WNP, na znaczeniu zyskał również rynek turecki (udział gospodarki tureckiej w polskim eksporcie osiągnął poziom zbliżony do udziału Stanów Zjednoczonych; Wykres R.3.5)<sup>52</sup>.

Wspomnianym wcześniej zmianom udziału krajów UE w eksporcie Polski, towarzyszyły istotne zmiany struktury geograficznej eksportu Polski do poszczególnych krajów wchodzących w skład tej grupy. W szczególności notowano spadek udziału największego odbiorcy polskiego eksportu – Niemiec (Wykres R.3.6). Udział eksportu na ten rynek zmniejszał się sukcesywnie w latach 1998-2008 z poziomu 36,2% do 25,1%. W całym analizowanym

<sup>48</sup> Wskaźnik otwartości gospodarki (liczony jako stosunek eksportu i importu towarów i usług z Rachunków Narodowych do PKB) zwiększył się z 44,2% w 1995 r. do 91,6% w 2011 r. Natomiast wartość eksportu towarów (mierzona w cenie bieżącej w USD) wzrosła w okresie 1995-2012 blisko 8-krotnie.

<sup>49</sup> Spadkowi udziału Stanów Zjednoczonych w polskim eksporcie, towarzyszył wzrost udziału Norwegii, a także – w mniejszym stopniu – Szwajcarii, Kanady i Japonii.

<sup>50</sup> Ze względu na brak danych w przypadku niektórych krajów wschodzących, udział pozostałych gospodarek wschodzących w eksporcie Polski i imporcie globalnym jest szacowany poprzez odjęcie od 100% udziału krajów rozwiniętych oraz krajów WNP. Dane dot. globalnego importu w 2012 r. nie są jeszcze dostępne.

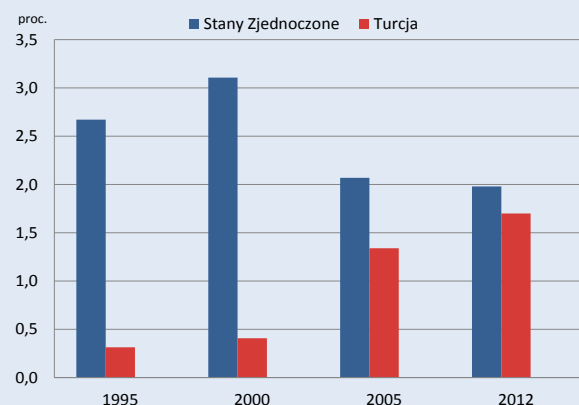
<sup>51</sup> Udział Chin i Indii w światowym imporcie zwiększył się z 4,3% w 2000 r. do 12,1% w 2011 r.

<sup>52</sup> Do wzrostu eksportu na rynek turecki przyczynić się mógł wzrost intensywności powiązań handlowych między Polską a Turcją (mierzonej jako udział eksportu Polski w całkowitym imporcie Turcji), związany z rosnącym znaczeniem międzynarodowych sieci podaży (*global value chains*) oraz dynamiczny wzrost gospodarczy Turcji w latach 2009-2011.

okresie eksport do Niemiec wzrastał wolniej niż do pozostałych partnerów handlowych Polski, w tym również wolniej niż do pozostałych krajów UE, do czego mogło przyczyniać się ograniczenie popytu na dobra pośrednie z Polski w związku z przenoszeniem przez firmy niemieckie produkcji za granicę, a także relatywnie niska dynamika popytu wewnętrznego Niemiec w latach 1998-2005. W 2009 r., wobec stosunkowo dobrej koniunktury gospodarki niemieckiej, udział Niemiec w eksporcie z Polski nieznacznie wzrósł, by ponownie obniżyć się w kolejnych latach. Spadek udziału Niemiec w polskim eksporcie – pomimo pewnego wzrostu udziału pozostałych krajów strefy euro – skutkowało obniżeniem się znaczenia strefy euro jako odbiorcy polskiej produkcji eksportowej (z 61,1% w 1998 r. do 51,8% w 2012 r.).

**Wykres R.3.5**

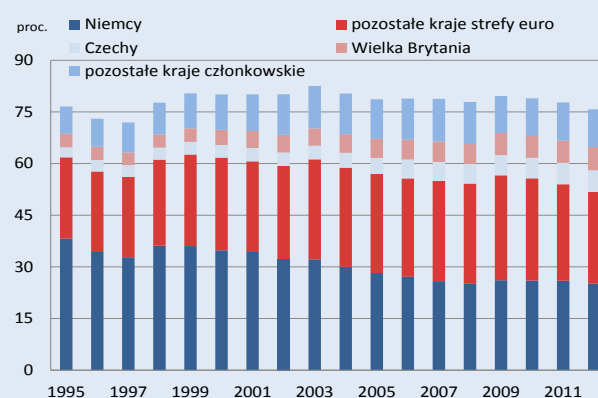
Udział Turcji i Stanów Zjednoczonych w eksporcie Polski.



Źródło: OECD, GUS, Eurostat.

**Wykres R.3.6**

Struktura eksportu Polski do Unii Europejskiej.



Źródło: OECD, GUS, Eurostat.

Pewnemu zmniejszeniu znaczenia krajów strefy euro dla polskiego eksportu, w okresie 1995-2012 towarzyszył wzrost udziału pozostałych krajów członkowskich UE (z 14,8% do 24,0%), do czego przyczyniało się przede wszystkim zwiększenie eksportu do nowych krajów członkowskich UE (nienależących do strefy euro), a w szczególności do Czech. Udział gospodarki czeskiej w polskim eksporcie rósł sukcesywnie w całym okresie 1995-2012 (z 2,9% do 6,3%) – szczególnie silnie w latach bezpośrednio po wstąpieniu Czech i Polski do UE. Wzrost udziału polskich produktów w imporcie Czech mógł być częściowo związany z rosnącym w następstwie bezpośrednich inwestycji zagranicznych handlem w ramach międzynarodowych sieci podaży (*global value chains*) w Europie Środkowej.

Podsumowując, struktura polskiego eksportu pozostaje zdominowana przez kraje UE, przy czym nadal kluczowe znaczenie – choć mniejsze niż wcześniej – ma handel z Niemcami i z pozostałymi krajami strefy euro, przy rosnącym udziale Wielkiej Brytanii i Czech. Drugim najważniejszym odbiorcą produkcji eksportowej Polski są kraje WNP. Pozostałe kraje rozwinięte i wschodzące mają mniejsze znaczenie dla polskiego eksportu, a ich udział nie zmienia się istotnie. Jednocześnie badanie ankietowe NBP wskazuje, że rośnie liczba przedsiębiorstw które planują ekspansję na nowe rynki geograficzne, co może działać w kierunku zwiększenia dywersyfikacji geograficznej polskiego eksportu<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r.

### 2.2.5. Produkcja

W IV kw. 2012 r. wzrost wartości dodanej brutto ponownie spowolnił (do 0,8% r/r w IV kw. wobec 1,4% r/r w III kw.), co było wynikiem pogorszenia koniunktury we wszystkich sektorach<sup>54</sup> (Wykres 2.22).

W IV kw. 2012 r. spadł poziom produkcji sprzedanej przemysłu, czemu towarzyszył dalszy spadek portfela zamówień oraz utrzymanie niskiego wskaźnika PMI, co wskazuje na wyraźne osłabienie się koniunktury w tym sektorze (Wykres 2.23)<sup>55</sup>.

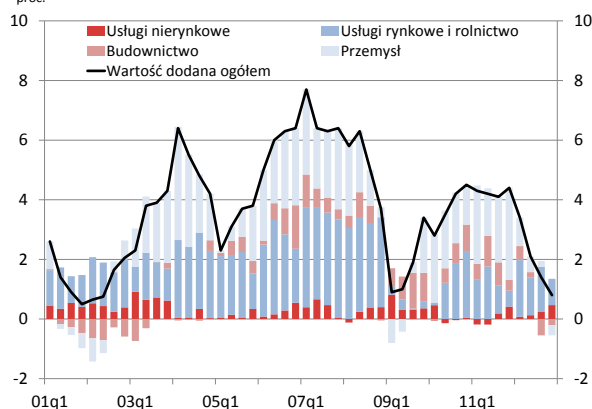
Także dane dotyczące budownictwa świadczą o pogłębieniu silnego osłabienia koniunktury w tym sektorze. Zarówno produkcja budowlano-montażowa, jak i portfel zamówień w budownictwie istotnie spadały w IV kw. ub. r. (Wykres 2.24)<sup>56</sup>.

Pogorszenie koniunktury widoczne jest również w sektorze usług. Dynamika sprzedaży hurtowej (w ujęciu nominalnym) wyniosła -0,9% r/r w IV kw. ub.r. wobec 1,8% w III kw. Jednocześnie istotnie spadła dynamika sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*)<sup>57</sup>. Obniżenie tempa wzrostu zanotowano także w sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem, które wyniosło (w ujęciu realnym) 4,6% r/r w IV kw. ub.r. wobec 10,0% r/r w III kw. ub. r.

Kształtowanie się wyprzedzających wskaźników koniunktury GUS wskazuje na utrzymanie niekorzystnych ocen przedsiębiorstw dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej (Wykres 2.25). Większość wskaźników dotyczących prognoz sytuacji ekonomicznej w poszczególnych sekcjach

**Wykres 2.22**

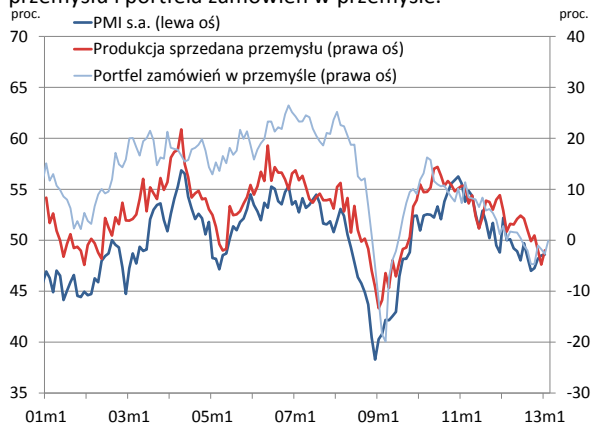
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.23**

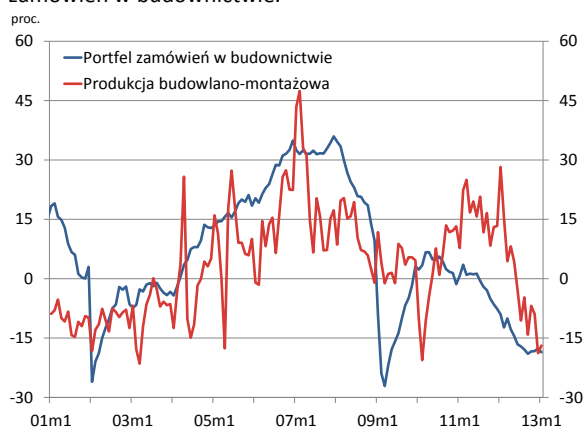
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



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

**Wykres 2.24**

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



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

<sup>54</sup> Informacje o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfelu zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu czynników sezonowych (obliczenia NBP).

<sup>55</sup> Dane za styczeń br. dotyczące PMI i produkcji sprzedanej przemysłu, a także dane za styczeń i luty br. dotyczące zamówień w przemyśle wskazują na dalszy spadek poziomu produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień oraz utrzymanie niskiego wskaźnika PMI.

<sup>56</sup> Również dane za styczeń br. dotyczące produkcji budowlano-montażowej oraz dane za styczeń i luty br. dot. portfela zamówień w budownictwie wskazują na dalsze spadki obu kategorii.

<sup>57</sup> Miesięczne dane o sprzedaży detalicznej nie w pełni odzwierciedlają dynamikę zmian sprzedaży detalicznej ogółem. Por. przypis 35.

kształtuje się na poziomie niższym od wieloletniej średniej.

### 2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

W III kw. 2012 r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw pogorszyła się jedynie nieznacznie wobec II kw. ub.r. Wzrost deklarowanych przez przedsiębiorstwa problemów z popytem w IV kw. 2012 r. oraz pogorszenie się ocen ich sytuacji ekonomicznej sugeruje, że również w ostatnim kwartale ub.r. wyniki finansowe firm mogły się obniżyć<sup>58</sup>. Jednocześnie, nieznaczny wzrost popytu i zamówień oczekiwany przez przedsiębiorców w I kw. 2013 r., może oddziaływać w kierunku osłabienia negatywnych tendencji w pierwszych miesiącach 2013 r.

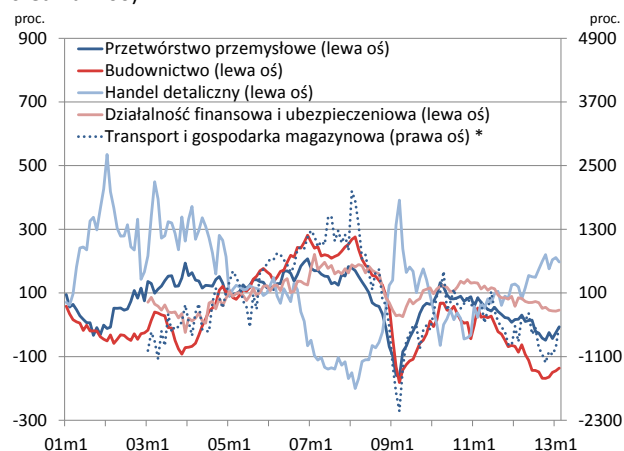
W III kw. 2012 r. wzrost przychodów ogółem nieznacznie spowolnił. Do osłabienia dynamiki przychodów ogółem przyczyniło się przede wszystkim spowolnienie wzrostu sprzedaży zagranicznej związane z utrzymującą się niską dynamiką popytu ze strony głównych partnerów handlowych Polski, w warunkach pewnej aprecjacji złotego w porównaniu do II kw. 2012 r.<sup>59</sup>.

W III kw. 2012 r. obniżyła się także dynamika kosztów ogółem, która ukształtowała się na zbliżonym poziomie do dynamiki przychodów ogółem. Spadek dynamiki kosztów ogółem wynikał ze spowolnienia wszystkich głównych kategorii kosztów.

Do nieznacznego obniżenia się wyniku finansowego brutto przedsiębiorstw w III kw. 2012 r. wobec II kw. ub.r., pomimo pewnego

**Wykres 2.25**

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



Źródło: Badania koniunktury GUS, obliczenia NBP.

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

**Tabela 2.4**

Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

| proc.                                            | 2009 | 2010 | 2011 |      |      |      | 2012 |      |      |
|--------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                                  |      |      | q1   | q2   | q3   | q4   | q1   | q2   | q3   |
| Wskaźnik rentowności sprzedaży                   | 5,0  | 5,2  | 5,3  | 5,5  | 5,6  | 4,7  | 4,4  | 4,3  | 4,3  |
| Wskaźnik rentowności obrotu netto                | 4,1  | 4,4  | 4,3  | 6,1  | 3,7  | 4,1  | 4,1  | 3,9  | 3,5  |
| Wskaźnik ogólnego zadłużenia (s.a.)              | 46,9 | 47,1 | 47,5 | 47,5 | 48,2 | 48,8 | 48,5 | 48,6 | 48,6 |
| Wskaźnik pokrycia odsetek wynikiem brutto (s.a.) | 7,1  | 7,8  | 8,0  | 8,3  | 7,3  | 7,4  | 6,9  | 5,8  | 5,7  |
| dane na koniec okresu                            |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Wskaźnik płynności I stopnia                     | 0,39 | 0,40 | 0,39 | 0,38 | 0,37 | 0,38 | 0,34 | 0,32 | 0,31 |

Źródło: Dane GUS.

<sup>58</sup> Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r.

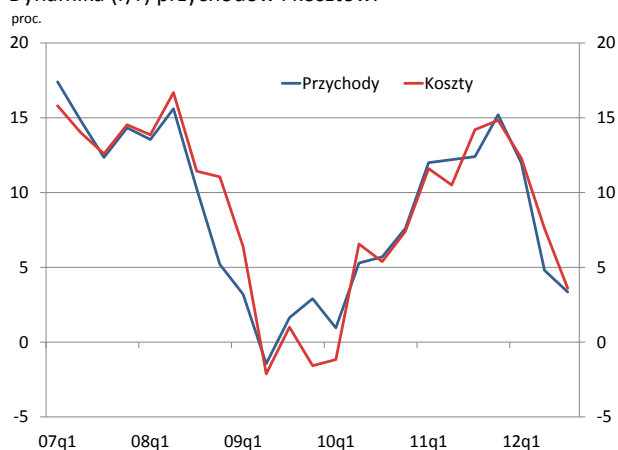
<sup>59</sup> Jednocześnie w III kw. 2012 r. złoty osłabił się wobec III kw. 2011 r., jednak skala tej deprecjacji była niższa niż w II kw. 2012 r. wobec analogicznego okresu poprzedniego roku. Badania ankietowe NBP wskazują, że konkurencyjność cenowa polskiego eksportu w III kw. 2012 r. obniżyła się w porównaniu do II kw. ub.r. Zobacz: Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2012 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2012 r.

wzrostu zysków na sprzedaży i pozostałej działalności operacyjnej, przyczynił się ujemny wynik na działalności finansowej (Wykres 2.27)<sup>60</sup>. Pogorszenie wyniku na działalności finansowej przełożyło się na obniżenie wskaźnika rentowności obrotu netto, natomiast rentowność sprzedaży utrzymała się na poziomie notowanym w II kw. 2012 r. Spadek wskaźnika rentowności obrotu netto wynikał z jego obniżenia wśród przedsiębiorstw eksportujących, podczas gdy w grupie nieeksporterów wskaźnik ten nieznacznie wzrósł (Wykres 2.28). Rentowność eksporterów pozostała jednak istotnie wyższa od rentowności nieeksporterów.

W III kw. 2012 r. wskaźnik płynności I stopnia przedsiębiorstw nieznacznie się obniżył, jednak sytuacja płynnościowa sektora przedsiębiorstw pozostała relatywnie dobra. Do spadku płynności przedsiębiorstw przyczyniło się obniżenie dynamiki utrzymywanych środków pieniężnych, a także ograniczenie inwestycji w papiery wartościowe (Tabela 2.4). Jednocześnie spadek płynności dotyczył wyłącznie dużych firm, podczas gdy płynność sektora MSP nie zmieniła się istotnie wobec II kw. 2012 r. Sytuacja płynnościowa dużych przedsiębiorstw była jednak w dalszym ciągu lepsza niż małych i średnich firm. Według badań ankietowych NBP, również w IV kw. 2012 r. sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw nieznacznie się pogorszyła, jednak w dalszym ciągu udziały przedsiębiorstw wymienających płynność lub zatory płatnicze jako bariery ograniczające działalność utrzymały się poniżej wieloletniej średniej<sup>61</sup>.

**Wykres 2.26**

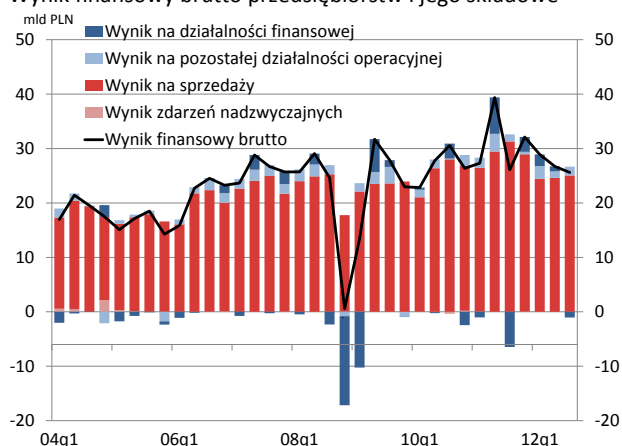
Dynamika (r/r) przychodów i kosztów.



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

**Wykres 2.27**

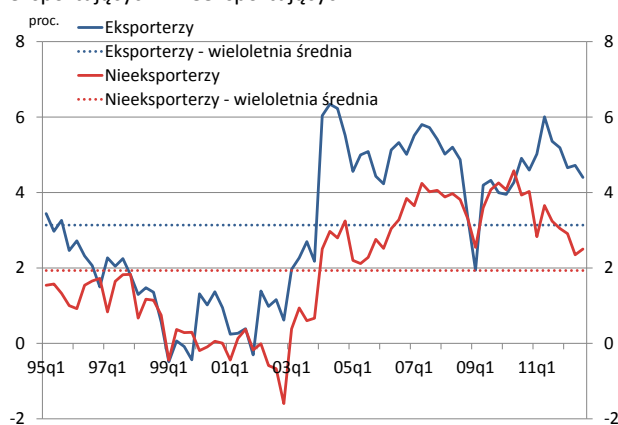
Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



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

**Wykres 2.28**

Wskaźnik rentowności obrotu netto w przedsiębiorstwach eksportujących i nieeksportujących.



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

<sup>60</sup> Spadek wyniku na operacjach finansowych wynikał głównie z niższej wartości dywidend wypłaconych w III kw. 2012 r. wobec II kw. 2012 r.

<sup>61</sup> Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 r. oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 r.

## 2.4. Rynek pracy

### 2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie

Spowolnieniu aktywności w gospodarce krajowej w II połowie 2012 r. towarzyszyła stagnacja liczby pracujących w gospodarce oraz dalszy spadek dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, która w IV kw. obniżyła się poniżej zera (Wykres 2.29). Stagnacja wzrostu liczby pracujących, której towarzyszył wzrost wskaźnika aktywności zawodowej, przełożyła się na dalszy wzrost stopy bezrobocia.

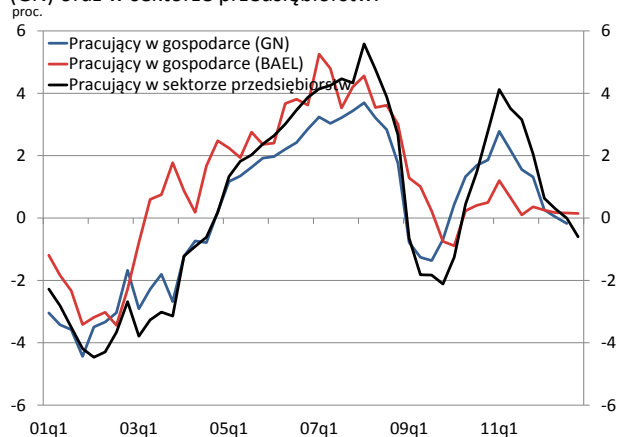
Zgodnie z danymi BAEL, w III i IV kw. 2012 r. liczba pracujących wzrosła odpowiednio o 0,2% r/r oraz o 0,1% r/r (wobec wzrostu o 0,2% r/r w II kw. 2012 r.). Nadal największy przyrost liczby pracujących odnotowano w usługach, w których dynamika aktywności gospodarczej pozostawała wyższa niż w innych sektorach produkcji (dynamika wyniosła 1,2% r/r w IV kw. i 1,0% r/r w III kw. 2012 r.). Z kolei w przemyśle liczba pracujących, po przejściowym wzroście w III kw. o 0,1% r/r, w IV kw. obniżyła się o 0,9% r/r, co można wiązać z dalszym pogorszeniem się koniunktury w tym sektorze. Równocześnie, zgodnie z długookresowym trendem, spadała liczba zatrudnionych w rolnictwie (spadek w III i IV kw. odpowiednio o 3,4% r/r i 2,3% r/r).

W sektorze przedsiębiorstw roczne tempo wzrostu zatrudnienia w III kw. 2012 r. wyhamowało do zera (wobec 0,3% r/r w II kw. 2012 r.). Równocześnie dane za IV kw. 2012 r. oraz za styczeń 2013 r. wskazują na obniżenie się zatrudnienia w ujęciu rocznym (o 0,6% r/r w IV kw. 2012 r. oraz o 0,8% r/r w styczniu 2013 r.).

Zgodnie z badaniami koniunktury NBP wciąż więcej przedsiębiorstw zamierza zmniejszyć zatrudnienie niż je zwiększać, choć wskaźnik

**Wykres 2.29**

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

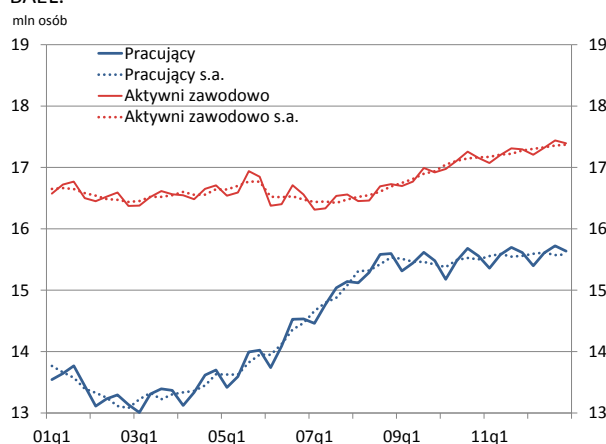


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

\*Korekta danych BAEL o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011 w publikacjach GUS obejmuje okres od 1q2010. Dla zachowania porównywalności wcześniejsze dane na wykresach w poniższym rozdziale zostały skorygowane przez NBP.

**Wykres 2.30**

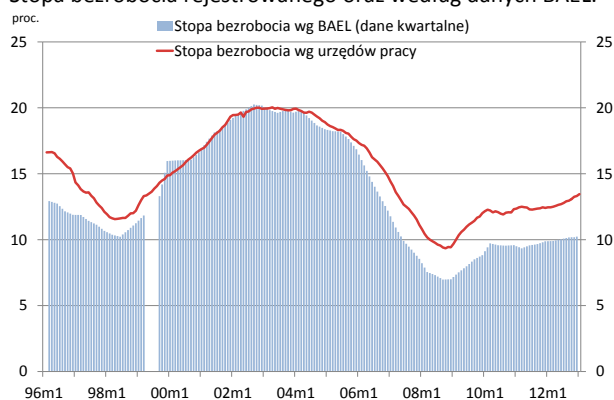
Pracujący oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.31**

Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL.



Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

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.

prognoz zatrudnienia na I kw. 2013 r. nieznacznie wzrósł względem poprzedniego kwartału<sup>62</sup>.

W II połowie 2012 r. rosła liczba aktywnych zawodowo, co było związane z wyższą aktywnością osób w wieku przedemerytalnym. Liczba aktywnych zawodowo zwiększyła się w III kw. o 0,8% r/r, a w IV kw. o 0,5% r/r (wobec 0,7% r/r w II kw. 2012 r.; dane odsezonowane; Wykres 2.30).

Ze względu na bliskie zera tempo wzrostu zatrudnienia w gospodarce, dalsze zwiększenie się podaży pracy przełożyło się na wyższą niż rok wcześniej stopę bezrobocia BAEL, która w III i IV kw. 2012 r. wyniosła 10,2% (wobec 10,0% w II kw. 2012 r.; dane odsezonowane; Wykres 2.31; Wykres 2.32).

Dane z urzędów pracy wskazują na dalszy wzrost stopy bezrobocia pod koniec 2012 r. oraz na początku 2013 r. W styczniu 2013 r. stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 14,2%, wobec 13,2% w styczniu 2012 r. Zgodnie z szacunkami NBP, w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo utraty pracy istotnie wzrosło, czemu towarzyszył pewien wzrost prawdopodobieństwa znalezienia pracy.

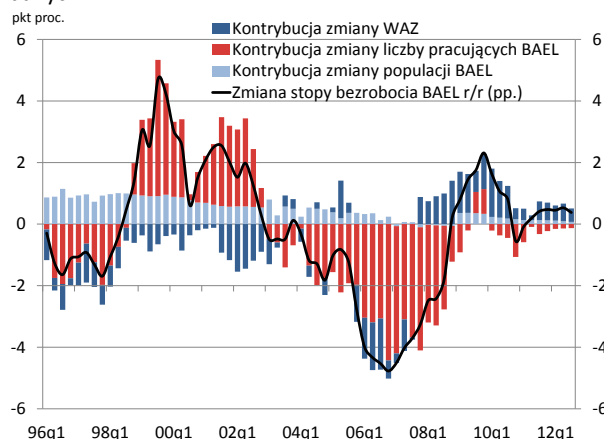
#### 2.4.2. Płace i wydajność pracy

Dane dotyczące wzrostu wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy wskazują na brak presji płacowej w gospodarce. W II połowie 2012 r. tempo wzrostu wynagrodzeń obniżyło się, zarówno w gospodarce, jak i w sektorze przedsiębiorstw. Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, mimo pewnego wzrostu w IV kw., w II połowie 2012 r. pozostała na poziomie niższym od wieloletniej średniej.

Do dalszego spowolnienia dynamiki wynagrodzeń w gospodarce w II połowie 2012 r., w tym w

**Wykres 2.32**

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

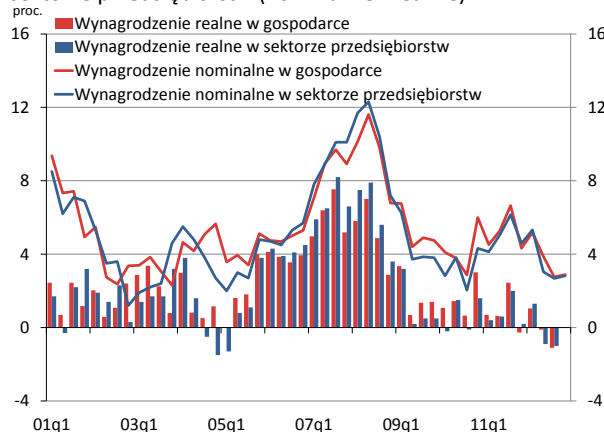


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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 2.33**

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>62</sup> Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013, NBP.

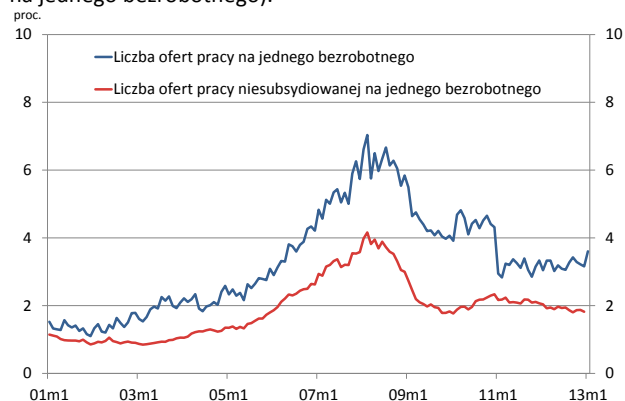
sektorze przedsiębiorstw, przyczyniła się wciąż rosnąca podaż pracy oraz utrzymujący się niski popyt na pracę. W IV kw. tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce wyniosło 2,9% r/r (wobec 2,8% r/r w III kw.), zaś w sektorze przedsiębiorstw 2,8% r/r (wobec 2,7% r/r w III kw.; Wykres 2.33). Równocześnie dane z sektora przedsiębiorstw w styczniu br. wskazują, że dynamika wynagrodzeń pozostała niska również na początku 2013 r.

Na brak presji płacowej wskazują także badania koniunktury NBP. Zgodnie z nimi, w I kw. 2013 r. mniej przedsiębiorstw planuje podwyżki wynagrodzeń, a planowana średnia wysokość podwyżki jest niższa niż w poprzednim kwartale<sup>63</sup>. Ponadto indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego) utrzymuje się na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej, co ogranicza ryzyko nasilenia się żądań płacowych (Wykres 2.34).

Wraz z obniżaniem się tempa wzrostu PKB, dynamika wydajności pracy w gospodarce w III i w IV kw. 2012 r. zmniejszyła się (Wykres 2.35). Jednak ze względu na silniejsze osłabienie wzrostu wynagrodzeń niż wydajności pracy, dynamika jednostkowych kosztów pracy w III kw. 2012 r. także się obniżyła (do 1,5% r/r z 1,7% r/r w II kw. 2012 r.). W IV kw. wraz z ustabilizowaniem się tempa wzrostu wynagrodzeń na niskim poziomie i dalszym obniżeniem dynamiki produktywności, dynamika jednostkowych kosztów pracy wzrosła (do 2,2% r/r), choć pozostała na poziomie poniżej wieloletniej średniej. Również dane miesięczne dotyczące przedsiębiorstw przemysłowych wskazują na wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w IV kw. 2012 r., która jednak na początku 2013 r. się ustabilizowała. Wzrost jednostkowych kosztów pracy w przemyśle w IV kw. 2012 r. wynikał jednak przede wszystkim z silnego obniżenia się dynamiki wydajności pracy (wskutek niewielkich dostosowań zatrudnienia do

**Wykres 2.34**

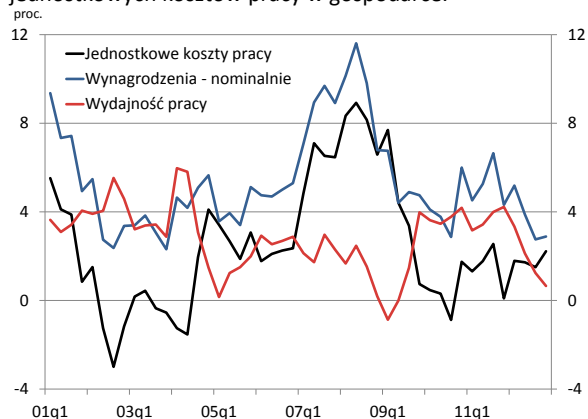
Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.35**

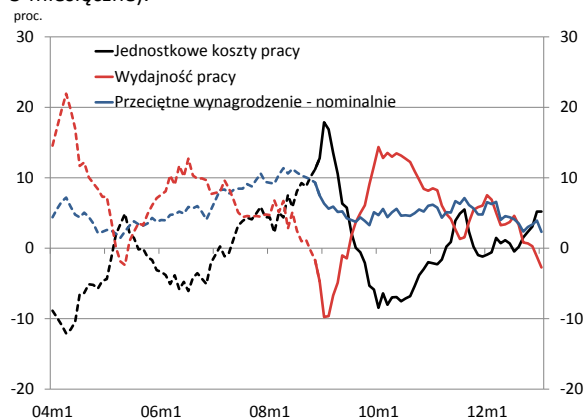
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP. Wydajność pracy i jednostkowe koszty pracy w IV kw. 2012 r. obliczone na podstawie wstępnych danych o PKB w 2012 r.

**Wykres 2.36**

Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle (średnie ruchome 3-miesięczne).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

<sup>63</sup> Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013, NBP.

zmniejszonej produkcji), a w mniejszym stopniu z pewnego wzrostu wynagrodzeń (Wykres 2.36).

## 2.5. Rynki aktywów

### 2.5.1. Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych

Od początku listopada 2012 r. Rada Polityki Pieniężnej czterokrotnie obniżyła stopę referencyjną NBP łącznie o 1,00 pkt proc. do poziomu 3,75%<sup>64</sup>. Towarzyszył temu spadek krótkoterminowych stóp procentowych, w tym WIBOR 1M, który obniżył się o 0,96 pkt proc. (Wykres 2.37).

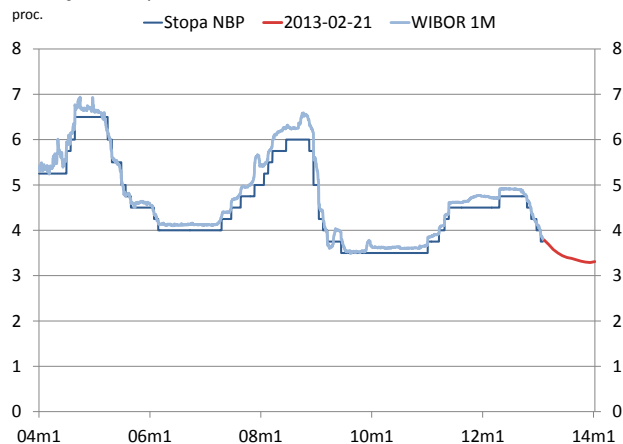
Oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej znalazły odzwierciedlenie w spadku stawek FRA, których notowania 21 lutego 2013 r. wskazywały na możliwość obniżenia krótkoterminowych stóp procentowych w horyzoncie roku o dalsze 0,50 pkt proc. (Wykres 2.37). Z kolei analitycy rynkowi ankietowani przez agencję Reutera 1 lutego 2013 r. oczekiwali, że bieżący cykl obniżek stóp NBP zakończy się w marcu 2013 r. ze stopą referencyjną na poziomie 3,50%.

Oczekiwania na obniżenie stopy referencyjnej NBP znalazły także odzwierciedlenie w spadku krótkoterminowych stóp procentowych. Od początku listopada 2012 r. WIBOR 3M obniżył się o 0,98 pkt proc.

Od początku listopada 2012 r. do końca 2012 r. rentowności polskich obligacji skarbowych obniżały się – przejściowo osiągając najniższe historycznie poziomy, na co wpływały przede wszystkim poprawiające się uwarunkowania globalne oraz poszukiwanie przez inwestorów zagranicznych wysokich stóp zwrotu na rynkach wschodzących (por. rozdział 1.3 *Polityka pieniężna*

**Wykres 2.37**

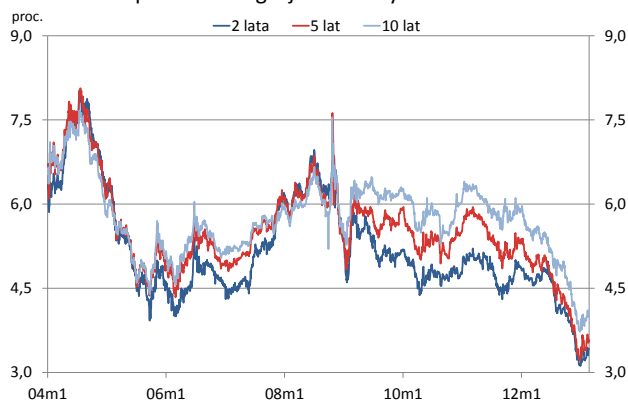
Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

**Wykres 2.38**

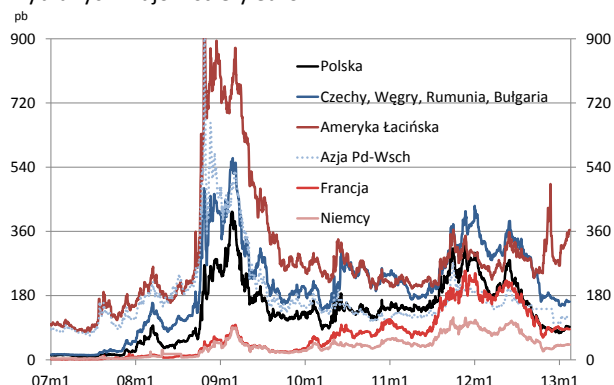
Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

**Wykres 2.39**

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



Źródło: Dane Bloomberg.

Przedstawione indeksy są agregatami ważonymi PKB.

<sup>64</sup> Raport o Inflacji uwzględnia dane dostępne do 21 lutego 2013 r. Na posiedzeniu 6 marca br. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc., w tym stopę referencyjną do 3,25%. Informacja o tej decyzji zawarta jest w rozdz. 3 niniejszego Raportu.

za granicą i międzynarodowe rynki finansowe), a także oczekiwania na obniżki stopy referencyjnej w Polsce. Jednak w styczniu i lutym 2013 r. rentowności nieco wzrosły (Wykres 2.38).

Czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższych cen obligacji skarbowych pozostawała wycena niskiego ryzyka kredytowego przez inwestorów. Stawki CDS dla Polski są niższe niż przeciętnie w gospodarkach wschodzących oraz kształtują się na zbliżonym poziomie do niektórych większych krajów strefy euro (Wykres 2.39). Zgodnie z danymi Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych zaangażowanie nierezydentów w obligacje skarbowe emitowane na rynku krajowym osiągnęło w styczniu 2013 r. najwyższą wartość w historii (Wykres 2.40).

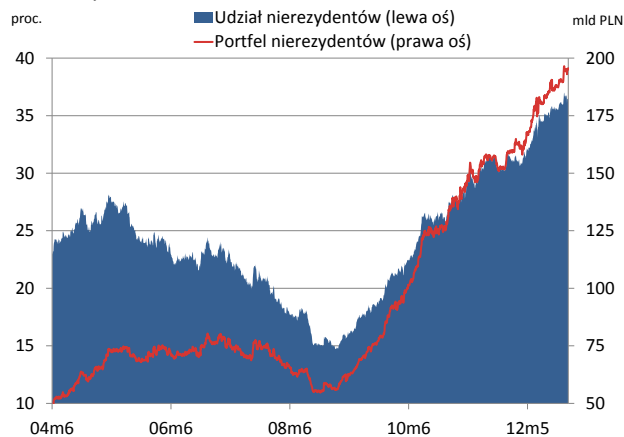
Ceny akcji na GPW w Warszawie kształtowały się pod wpływem nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych oraz pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce przekładających się na gorsze wyniki notowanych na GPW spółek. Po wzroście pod koniec 2012 r., w styczniu i lutym 2013 r. indeksy giełdowe obniżały się (Wykres 2.41).

### 2.5.2. Kurs walutowy

Po pewnym umocnieniu w ostatnich dwóch miesiącach 2012 r., na początku 2013 r. złoty osłabił się w relacji do euro. W kierunku deprecjacji złotego wobec euro oddziaływały w szczególności publikacje słabszych od oczekiwań danych o aktywności gospodarczej w Polsce. Równocześnie, z uwagi na osłabienie walut uznawanych za bezpieczne w warunkach obniżającej się awersji do ryzyka (por. rozdział 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*), w omawianym okresie złoty umocnił się w relacji do dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego<sup>65</sup>.

**Wykres 2.40**

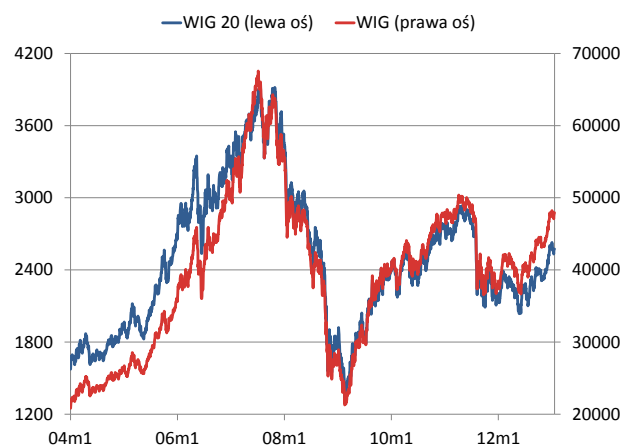
Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

**Wykres 2.41**

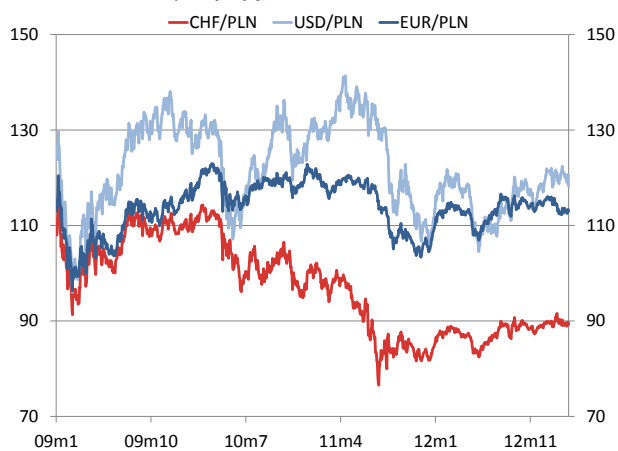
Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

**Wykres 2.42**

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



Źródło: Dane Reuters.

<sup>65</sup> W rozdziale omówiono sytuację na rynku złotego w okresie od 1 listopada 2012 r. do 21 lutego 2013 r.

Od początku listopada 2012 r. nominalny kurs złotego osłabił się o 1,0% wobec euro, równocześnie umacniając się wobec franka szwajcarskiego i wobec dolara amerykańskiego o odpowiednio 0,9% i 0,5% (Wykres 2.42).

### 2.5.3. Ceny mieszkań

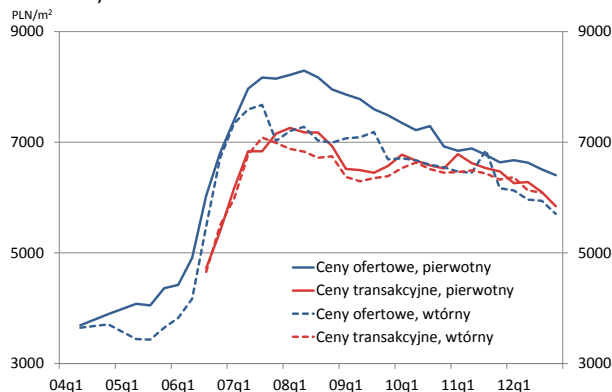
Podobnie jak w poprzednich latach, w IV kw. 2012 r. ceny na pierwotnym i wtórnym rynku mieszkaniowym w Polsce obniżały się na skutek znacznej nadwyżki niesprzedanych mieszkań i ograniczeń po stronie popytu (Wykres 2.43)<sup>66</sup>.

W IV kw. 2012 r. oddano do użytku najwięcej mieszkań od trzech lat, co wynikało z decyzji deweloperskich z lat 2007-08 oraz w pewnym stopniu ze zmiany regulacji rynku pierwotnego w I połowie 2012 r.<sup>67</sup> Równocześnie nastąpiło zmniejszenie nowych inwestycji w sektorze mieszkaniowym (Wykres 2.44).

Wysokiej podaży mieszkań na rynku towarzyszyło przesunięcie popytu spowodowane zakończeniem w końcu 2012 r. rządowego programu subsydiowania kredytów mieszkaniowych *Rodzina na swoim*. Jednak wobec wygaśnięcia tego jednorazowego efektu, w nadchodzących kwartałach liczba mieszkań wprowadzanych na rynek będzie znów przewyższała liczbę sprzedanych mieszkań, co może oddziaływać w kierunku dalszych spadków cen mieszkań.

**Wykres 2.43**

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

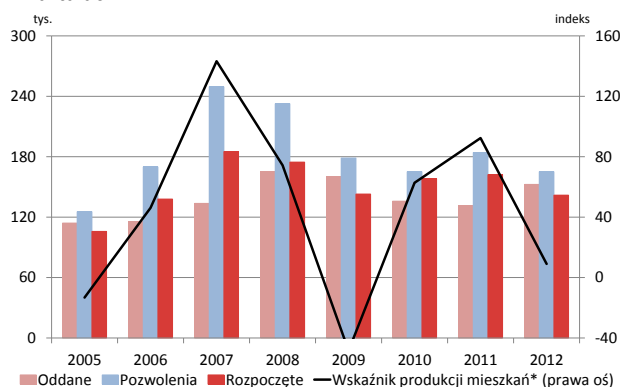


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych transakcyjnych z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

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

**Wykres 2.44**

Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w czwartych kwartałach.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

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

<sup>66</sup> 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 III kwartale 2012 r.*, oraz *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r.*, dostępnych na stronie internetowej NBP ([www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)).

<sup>67</sup> Ustawa z dn. 16 września 2011 r. o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub jednorodzinnej, która weszła w życie z dniem 28 kwietnia br. nakłada na deweloperów m.in. obowiązek zawarcia umowy z bankiem o prowadzenie mieszkaniowego rachunku powierniczego. Z tego powodu deweloper może otrzymać środki pieniężne wpłacone przez nabywcę mieszkania później niż przed wprowadzeniem zmian (por. *Ceny mieszkań w Raport o inflacji - lipiec 2012*).

## 2.6. Kredyt i pieniądz

### 2.6.1. Kredyty

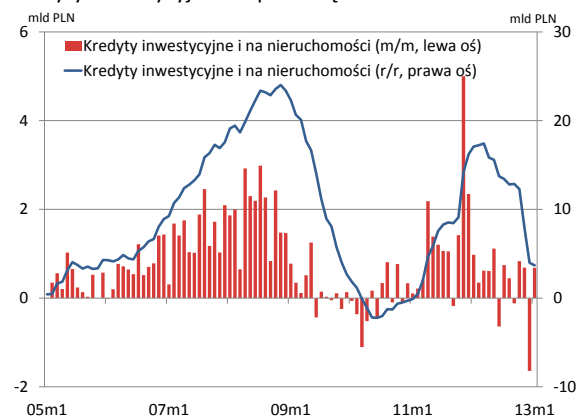
Od publikacji poprzedniego *Raportu* wyhamował wzrost akcji kredytowej<sup>68</sup>. W IV kw. 2012 r. zadłużenie obniżało się o średnio o 0,1 mld zł miesięcznie wobec średniego miesięcznego wzrostu o 4,2 mld zł w okresie I-III kw. 2012 r.<sup>69</sup> Średnia dynamika zadłużenia w IV kw. wyniosła 5,1% r/r wobec 8,1% r/r w pierwszych trzech kwartałach ub. r.<sup>70</sup>

W IV kw. 2012 r. zadłużenie przedsiębiorstw obniżyło się osiągając w grudniu ub.r. 257,0 mld zł. Średni miesięczny spadek zadłużenia firm w IV kw. 2012 r. wyniósł 1,6 mld zł, natomiast w IV kw. 2011 r. należności od firm wzrastały średnio o 3,2 mld zł miesięcznie. W konsekwencji średnia dynamika zadłużenia przedsiębiorstw w IV kw. 2012 r. spowolniła do 6,9% r/r z 12,9% r/r analogicznym okresie 2011 r. (Wykres 2.45, Wykres 2.46)<sup>71</sup>.

Na spowolnienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w IV kw. 2012 r.łożyło się ograniczenie kredytów inwestycyjnych oraz pogłębienie spadku kredytów o charakterze bieżącym<sup>72</sup>. Do spowolnienia akcji kredytowej mogło przyczyniać się deklarowane przez banki zaostrzenie polityki kredytowej banków w IV kw. 2012 r., głównie w zakresie pozaodsetkowych

**Wykres 2.45**

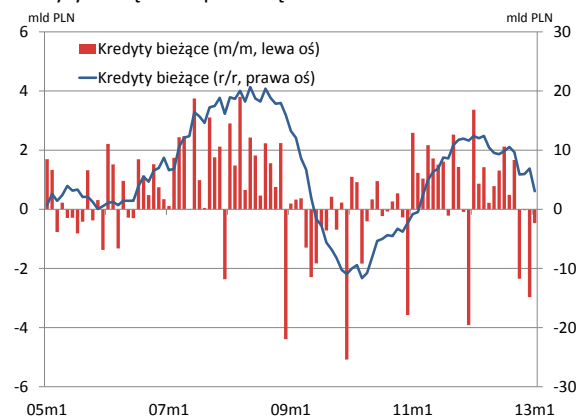
Kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.46**

Kredyty bieżące dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

<sup>68</sup> Prezentowane w tym rozdziale dane dot. przyrostów należności i zobowiązań odnoszą się do zmian transakcyjnych. W przypadku przedsiębiorstw, zarówno akcja kredytowa jak również wielkość depozytów charakteryzuje się silnymi zmianami sezonowymi (w szczególności w grudniu i styczniu), stąd średnie miesięczne przyrosty kredytów i depozytów firm porównywane są pomiędzy tymi samymi okresami w kolejnych latach.

<sup>69</sup> Dane te dotyczą akcji kredytowej dla sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych. W styczniu 2013 r. zadłużenie wymienionych podmiotów istotnie wzrosło (o 7,7 mld zł), do czego przyczynił się głównie wzrost zadłużenia niemonetarnych instytucji finansowych. Jednocześnie dynamika zadłużenia pozostała na zbliżonym poziomie do notowanego w IV kw. 2012 r. i wyniosła 4,9% r/r.

<sup>70</sup> W tym rozdziale średnia dynamika rozumiana jest jako średnia z dynamik 12-miesięcznych.

<sup>71</sup> W styczniu 2013 r. zadłużenie przedsiębiorstw obniżyło się o 0,9 mld zł wobec wzrostu zadłużenia o 3,0 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku. W dalszym ciągu obniżała się dynamika zadłużenia przedsiębiorstw i w styczniu 2013 r. wyniosła 3,3% r/r wobec 15,4% r/r w styczniu ub.r.

<sup>72</sup> Pomimo sezonowej tendencji do silnego wzrostu kredytów bieżących dla przedsiębiorstw w styczniu, w pierwszym miesiącu 2013 r. kredyty te obniżyły się o 0,5 mld zł (podczas gdy w styczniu 2012 r. wzrosły o 3,4 mld zł). Kredyty inwestycyjne dla firm wzrosły o 0,7 mld zł, jednak ich dynamika w dalszym ciągu obniżała się i wyniosła 2,9% r/r wobec 6,6% r/r w IV kw. 2012 r.

kosztów kredytu<sup>73</sup>. Wobec dokonanych obniżek stóp procentowych, wzrost marż kredytowych nie przełożył się na podwyższenie oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, które w grudniu 2012 r. istotnie obniżono (o 0,5 pkt proc.; Wykres 2.47, Wykres 2.48).

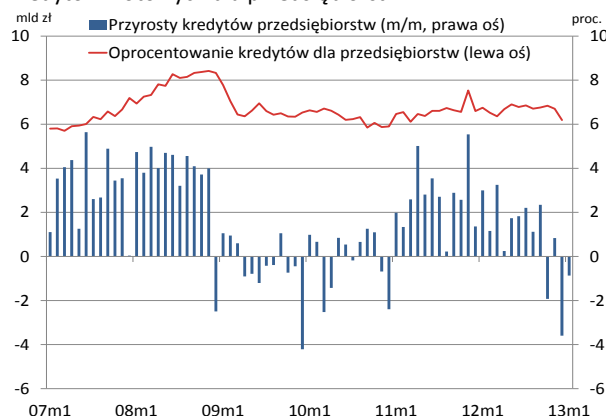
Zaostrzenie kryteriów kredytowych dotyczyło przede wszystkim sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Również spadek popytu na kredyt długoterminowy był silniejszy wśród małych i średnich firm. W konsekwencji, dynamika kredytu dla MSP była w okresie październik-listopad 2012 r. nieznacznie niższa od dynamiki kredytu dla dużych przedsiębiorstw<sup>74</sup>. Jednocześnie w I kw. 2013 r. zarówno banki jak i przedsiębiorcy oczekują dalszego spadku popytu na kredyt w grupie dużych firm, natomiast prognozy popytu na kredyt dla sektora MSP są rozbieżne<sup>75</sup>.

W III kw. 2012 r. całkowite zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw wzrosło o 1,1 mld EUR w stosunku do II kw. ub.r. i wyniosło 108,3 mld EUR (Wykres 2.49). Dynamika zadłużenia zagranicznego przyspieszyła do 6,6% r/r (z 3,7% r/r w II kw. ub.r.).

W grudniu 2012 r. całkowite zadłużenie gospodarstw domowych wyniosło 538,1 mld zł, z czego 323,6 mld zł stanowiło zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych. Średnie miesięczne przyrosty zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych w IV kw. 2012 r. nieznacznie obniżyły się wobec okresu I-III kw. ub. r. i wyniosły 1,1 mld zł (wobec 1,4 mld zł, Wykres 2.50). Średnia dynamika tych kredytów w dalszym ciągu się obniżała i wyniosła w IV kw. 5,5% r/r (wobec 7,9% r/r w I-III kw. ub.r.)<sup>76</sup>.

**Wykres 2.47**

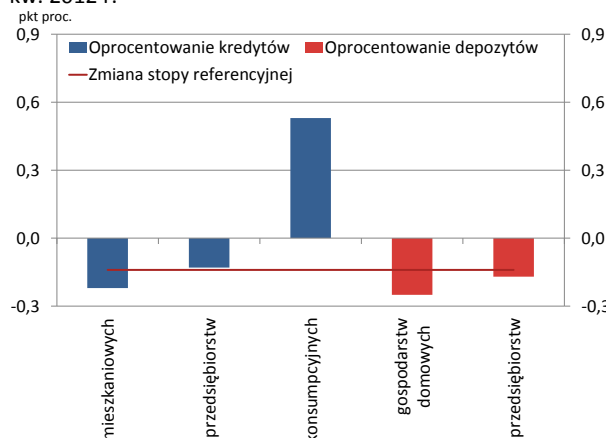
Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.48**

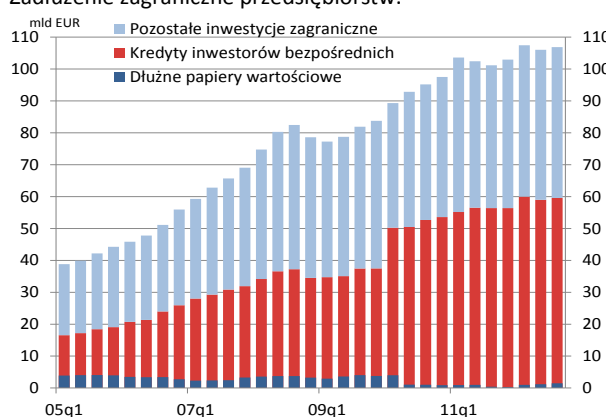
Zmiana średniego oprocentowania kredytów i depozytów na tle zmian stopy referencyjnej NBP w IV kw. 2012 r. wobec I-III kw. 2012 r.



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.49**

Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

<sup>73</sup> Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kw. 2013 r., NBP.

<sup>74</sup> Dane o kredytach dla dużych przedsiębiorstw i MSP pochodzą ze statystyki NBP *Należności sektora bankowego*.

<sup>75</sup> Podczas gdy przedsiębiorcy prognozują wzrost popytu na kredyt w sektorze MSP, banki przewidują jego spadek, szczególnie silny w przypadku kredytów długoterminowych. *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 roku*, NBP; *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kw. 2013 r.*, NBP.

<sup>76</sup> W styczniu 2013 r. przyrost kredytów mieszkaniowych istotnie obniżył się wobec IV kw. 2012 r. i wyniósł 0,4 mld zł. Skutkowało to dalszym obniżeniem się dynamiki kredytów mieszkaniowych (do 4,8% r/r).

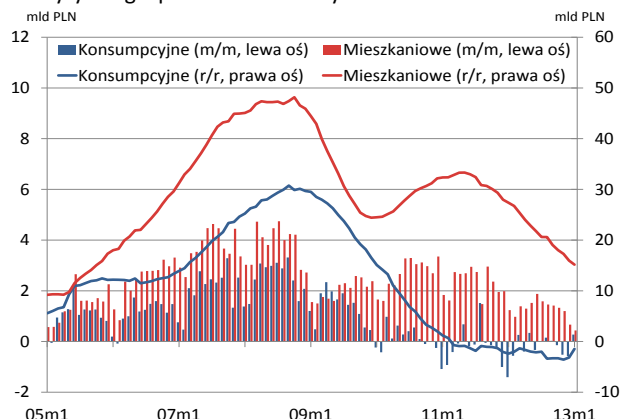
Spowalniającemu wzrostowi kredytów złotych towarzyszyła zwiększająca się nadwyżka spłat nad wartością nowo udzielanych kredytów w walutach obcych<sup>77</sup>.

Do obniżenia dynamiki kredytów mieszkaniowych w IV kw. 2012 r. mogło przyczynić się deklarowane przez banki zaostrzenie polityki kredytowej w tym segmencie. Pomimo pewnego wzrostu marż kredytowych, dokonane w listopadzie i grudniu cięcia stóp procentowych przełożyły się na nieznaczny spadek oprocentowania kredytów mieszkaniowych w IV kw. 2012 r. (Wykres 2.48, Wykres 2.51). Jednocześnie zakończenie rządowego programu „Rodzina na swoim” działało w kierunku przejściowego zwiększenia popytu na kredyt mieszkaniowy pod koniec 2012 r., jednak skala tego wzrostu była ograniczana przez pogarszającą się sytuacją ekonomiczną gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny* oraz rozdz. 2.5. *Rynki aktywów*)<sup>78</sup>.

Zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych w IV kw. 2012 r. – po pewnym wzroście w III kw. – ponownie się obniżyło. Skala średniego miesięcznego spadku była zbliżona do odnotowanej w I połowie 2012 r. (w IV kw. wyniosła 0,4 mld zł wobec średniego miesięcznego spadku o 0,3 mld zł w pierwszych dwóch kwartałach ub.r.). Roczna dynamika kredytu konsumpcyjnego wyniosła w IV kw. 2012 r. -2,4% r/r wobec -1,6% r/r w okresie I-III kw. ub. r. (Wykres 2.50)<sup>79</sup>. Na ponowny spadek kredytów konsumpcyjnychłożyło się pewne obniżenie popytu związane prawdopodobnie z pogarszającą się sytuacją ekonomiczną gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.2.2. *Popyt konsumpcyjny*) oraz deklarowane przez banki zaostrzenie warunków udzielania tego typu kredytów. Podwyższenie marż kredytowych

Wykres 2.50

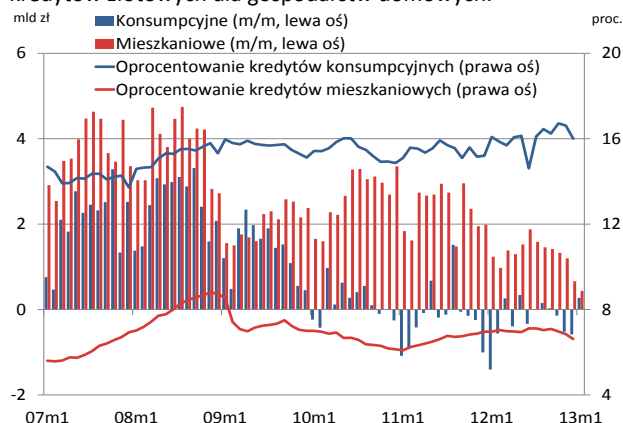
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.51

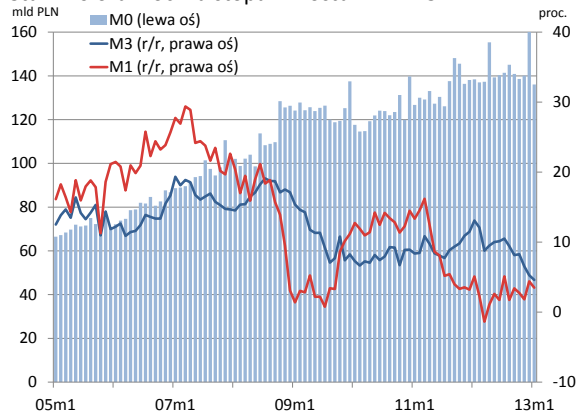
Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.52

Stan M0 oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

<sup>77</sup> Średnie dynamiki kredytów mieszkaniowych złotych i walutowych w IV kw. ub.r. wyniosły 18,1% r/r i -3,0% r/r (wobec odpowiednio 18,8% r/r i -1,2% r/r w III kw. 2012 r.).

<sup>78</sup> *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kw. 2013 r.*, NBP.

<sup>79</sup> W styczniu 2013 r. kredyty konsumpcyjne dla gospodarstw domowych nieznacznie wzrosły (o 0,3 mld zł), co przyczyniło się do ograniczenia spadku dynamiki zadłużenia z tego tytułu (w styczniu br. dynamika ta wyniosła -1,1% r/r).

skutkowało wzrostem oprocentowania kredytów konsumpcyjnych, pomimo dokonanych obniżek stóp procentowych (Wykres 2.48)<sup>80</sup>.

### 2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne

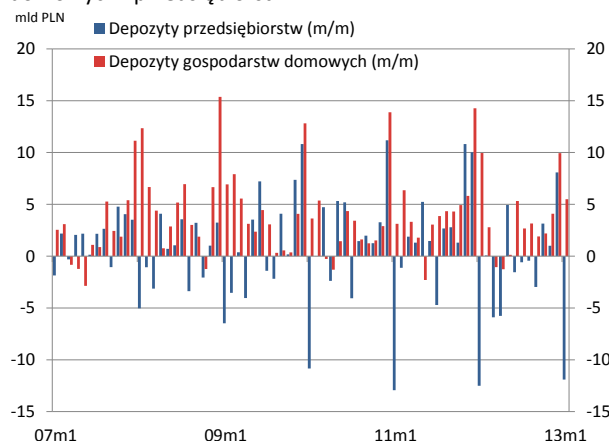
Wzrost szerokiego pieniądza nieznacznie spowolnił w IV kw. 2012 r. i wyniósł średnio 6,7% r/r, pozostając powyżej tempa wzrostu dynamiki nominalnego PKB (Wykres 2.52)<sup>81</sup>.

W IV kw. ub.r. depozyty przedsiębiorstw wzrastały średnio o 4,1 mld zł miesięcznie i w grudniu 2012 r. osiągnęły wartość 187,8 mld zł<sup>82</sup>. Jednocześnie wzrost depozytów w IV kw. 2012 r. był istotnie niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (kiedy ich średniomiesięczny wzrost wyniósł 7,4 mld zł), do czego mogło się przyczyniać pewne pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3. *Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw*). Średnia dynamika depozytów w IV kw. 2012 r. była ujemna i wyniosła -4,0% r/r wobec ich średniego wzrostu o 9,7% r/r w IV kw. 2011 r. (Wykres 2.53, Wykres 2.55)<sup>83</sup>.

Od poprzedniego *Raportu* wzrost łącznej wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych przyspieszył do 6,3% r/r w IV kw. 2012 r. wobec średniej dynamiki wynoszącej 5,1% r/r w pierwszych trzech kwartałach ub.r.<sup>84</sup> W kierunku przyspieszenia wzrostu aktywów finansowych gospodarstw domowych działań wzrost środków ulokowanych w funduszach inwestycyjnych na co złożył się zwiększony napływ środków do funduszy w stosunku do notowanego w pierwszych trzech kwartałach 2012 r. oraz poprawa koniunktury na

**Wykres 2.53**

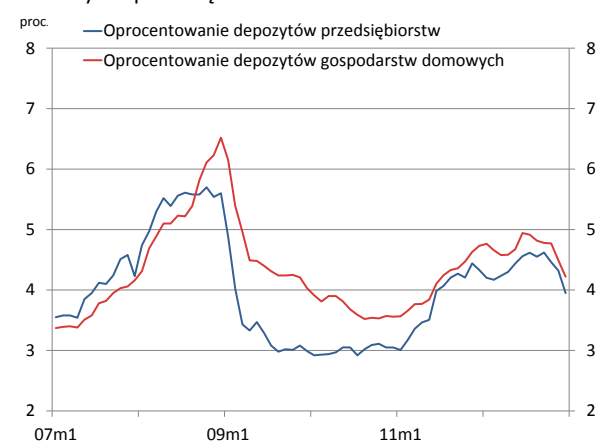
Przyrosty miesięczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.54**

Oprocentowanie depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

<sup>80</sup> Znaczna część banków jako przyczynę zaostrzenia warunków przydzielania kredytów konsumpcyjnych wskazywała podwyższone ryzyko przyszłej sytuacji gospodarczej, podczas gdy mniej banków niż w poprzednim kwartale tłumaczyło je pogorszeniem jakości portfela. *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kw. 2013 r.*, NBP.

<sup>81</sup> W styczniu 2013 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza spowolniło do 4,6% r/r.

<sup>82</sup> Należy podkreślić, że wzrost depozytów przedsiębiorstw pod koniec roku kalendarzowego i ich zmniejszenie na początku roku jest zjawiskiem typowym.

<sup>83</sup> W styczniu 2013 r. depozyty przedsiębiorstw istotnie się obniżyły (o 11,9 mld zł wobec spadku o 12,5 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku). W konsekwencji pogłębił się spadek rocznej dynamiki tych depozytów (do -6,3% r/r).

<sup>84</sup> Podana suma aktywów finansowych uwzględnia zarówno depozyty poniżej 2 lat, jak i depozyty powyżej 2 lat niezaliczane do agregatu M3. W styczniu 2013 r. tempo wzrostu aktywów gospodarstw domowych utrzymało się na zbliżonym poziomie do notowanego w IV kw. 2012 r. (6,2% r/r).

polskim rynku akcji w ostatnich dwóch miesiącach 2012 r. Do zwiększenia wartości aktywów finansowych przyczynił się ponadto dalszy, choć wolniejszy, wzrost depozytów gospodarstw domowych (Wykres 2.53)<sup>85</sup>. W kierunku spowolnienia wzrostu depozytów (do 9,3% r/r), oprócz pogorszenia sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, mógł działać pewien spadek oprocentowania depozytów (Wykres 2.54, Wykres 2.55).

## 2.7. Bilans płatniczy

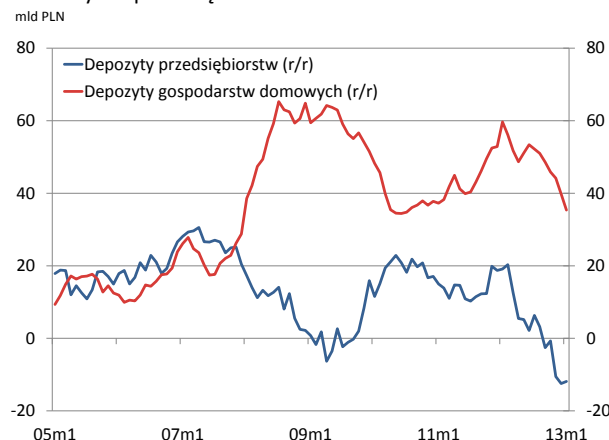
W II połowie 2012 r. w porównaniu z II połową 2011 r. miała miejsce poprawa salda obrotów bieżących i kapitałowych, która związana była z dalszym osłabieniem koniunktury w kraju<sup>86</sup>. Do poprawy salda przyczynił się przede wszystkim spadek nierównowagi na rachunku obrotów bieżących, wynikający głównie z poprawy bilansu handlowego. W omawianym okresie zwiększyła się także nadwyżka na rachunku finansowym, co wiązało się w znaczącym stopniu z napływem kapitału portfelowego.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących wyraźnie się zmniejszył w II połowie ub. r. (w III kw. 2012 r. i w IV kw. ub. r. wyniósł on 3,4 mld EUR, wobec 5,1 i 5,2 mld EUR odpowiednio w III i IV kw. 2011 r.). Do zmniejszenia nierównowagi na rachunku obrotów bieżących przyczyniło się przede wszystkim istotne obniżenie deficytu w obrotach towarowych (Wykres 2.56).

Deficyt obrotów towarowych wyniósł w III kw. 2012 r. 0,4 mld EUR a w IV kw. ub. r. – 1,4 mld EUR (wobec 2,3 i 2,6 mld EUR odpowiednio w III i IV kw. 2011 r.). Do zmniejszenia deficytu handlowego przyczyniła się niska dynamika importu związana ze słabnącym popytem

**Wykres 2.55**

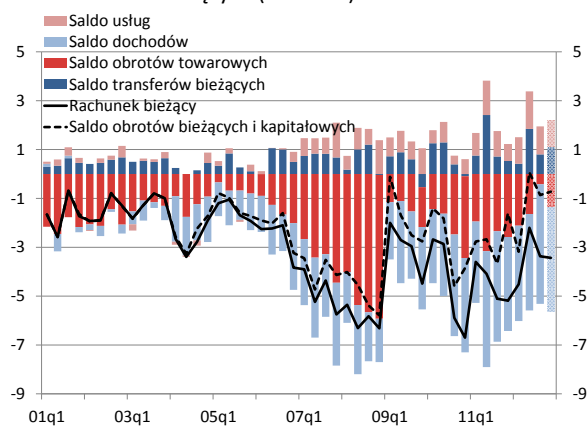
Przyrosty roczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.56**

Saldo obrotów bieżących (mld EUR).

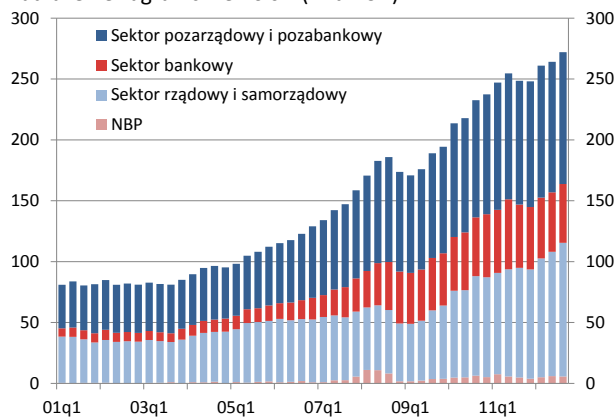


Źródło: Dane i szacunki NBP.

Dane za IV kw. 2012 r. odnoszą się do wstępnych danych za okres październik - grudzień 2012

**Wykres 2.57**

Zadłużenie zagraniczne Polski (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

<sup>85</sup> Wzrost depozytów gospodarstw domowych w styczniu 2013 r. w dalszym ciągu spowalniał (roczna dynamika tych depozytów wyniosła 7,3% r/r).

<sup>86</sup> Dane o rachunku bieżącym i kapitałowym oraz o rachunku finansowym bazują na danych kwartalnych do III kw. ub.r oraz danych miesięcznych za okres październik – grudzień 2012 r.

wewnętrznym, przy utrzymaniu się umiarkowanej dynamiki eksportu.

Zmniejszeniu nierównowagi na rachunku bieżącym sprzyjał również wzrost dodatniego salda usług oraz poprawa salda transferów bieżących. Z kolei zwiększenie deficytu na rachunku dochodów w II połowie 2012 r. oddziaływało w kierunku pogłębienia deficytu obrotów bieżących. Skala zwiększenia tego deficytu była jednak niewielka.

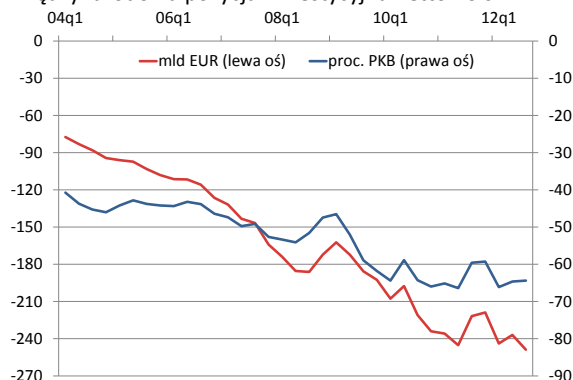
Jednocześnie nadwyżka obrotów kapitałowych nieco wzrosła w II połowie ub.r. Wzrost ten był związany z wyższym napływem środków w ramach rozliczania zrealizowanych projektów inwestycyjnych współfinansowanych przez UE w III kw. ub.r. (Wykres 2.56).

Nadwyżka na rachunku finansowym w II połowie 2012 r. wzrosła w porównaniu do II połowy 2011 r. Wynikało to z silnego wzrostu nadwyżki w III kw. 2012 r. (do 4,4 mld EUR wobec 1,1 mld EUR w III kw. 2011 r.), przy jej pewnym obniżeniu w IV kw. ub.r. (do 1,8 mld EUR – na podstawie wstępnych danych miesięcznych – wobec 3,2 mld EUR w IV kw. 2011 r.). W kierunku wzrostu nadwyżki na rachunku finansowym w II połowie ub.r. oddziaływał głównie napływ zagranicznych inwestycji portfelowych, w dużej mierze przeznaczonych na zakup obligacji skarbowych<sup>87</sup>. Jednocześnie w omawianym okresie obniżył się napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich do Polski.

W III kw. ub.r. poprawiła się część wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski (Tabela 2.5). W szczególności wyraźnie zmniejszył się deficyt obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB. Jednocześnie pogorszył się wskaźnik zadłużenia zagranicznego do PKB.

**Wykres 2.58**

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski.



Źródło: Dane NBP.

**Tabela 2.5**

Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (4 kwartały krocząco).

|                                                                                           | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |      |      |      | 2012 |      |      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                                                                           |      |      |      | q1   | q2   | q3   | q4   | q1   | q2   | q3   |
| Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)                                                         | -6,6 | -3,9 | -5,1 | -5,3 | -5,5 | -5,2 | -4,9 | -5,1 | -4,6 | -4,1 |
| Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w %)                                          | -5,4 | -2,3 | -3,3 | -3,6 | -3,8 | -3,5 | -2,9 | -3,0 | -2,3 | -1,5 |
| Saldo obrotów towarowych/PKB (w %)                                                        | -5,8 | -1,7 | -2,5 | -2,6 | -3,0 | -2,9 | -2,7 | -2,8 | -2,4 | -1,8 |
| Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/deficyt obrotów bieżących (w %)                | 43   | 77   | 58   | 61   | 70   | 83   | 76   | 34   | 36   | 28   |
| Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/deficyt obrotów bieżących i kapitałowych (w %) | 51   | 132  | 90   | 89   | 102  | 125  | 127  | 58   | 72   | 75   |
| Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług                           | 3,3  | 5,3  | 5,4  | 5,5  | 5,4  | 5,2  | 5,2  | 5,1  | 5,6  | 5,6  |
| Zadłużenie zagraniczne/PKB (w %)                                                          | 48   | 62   | 67   | 68   | 69   | 67   | 67   | 71   | 72   | 73   |
| Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/oficjalne aktywa rezerwowe (w %)                   | 106  | 88   | 83   | 89   | 87   | 79   | 73   | 75   | 70   | 68   |
| Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)                                       | -48  | -62  | -66  | -65  | -66  | -60  | -59  | -66  | -65  | -67  |
| Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r. / oficjalne aktywa rezerwowe (w %)*          | 167  | 152  | 123  |      | 121  |      | 119  |      | 145  |      |

Źródło: Dane NBP; \*dane dostępne z częstotliwością półroczną.

<sup>87</sup>Do wzrostu nadwyżki na rachunku finansowym przyczynił się także istotny wzrost salda pozycji pozostałe inwestycje – pasywa, które było bliskie zera w III kw. 2012 r., natomiast w III kw. 2011 było znacząco ujemne. Stały odpływ depozytów zagranicznych z sektora bankowego w III kw. 2012 r. skompensowany został napływem kredytów do tegoż sektora oraz sektora rządowego.

## Rozdział 3

# POLITYKA PIENIĘŻNA W OKRESIE LISTOPAD 2012 - MARZEC 2013 R.

Na posiedzeniach w okresie listopad 2012 – marzec 2013 r. Rada pięciokrotnie obniżyła stopy procentowe, łącznie o 1,5 pkt proc. Na posiedzeniach w listopadzie i grudniu 2012 oraz styczniu i lutym 2013 r. Rada obniżyła stopy procentowe NBP każdorazowo o 0,25 pkt proc. Na posiedzeniu w marcu 2013 r. Rada obniżyła stopy procentowe NBP o 0,5 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,25% w skali rocznej, stopa lombardowa 4,75% w skali rocznej, stopa depozytowa 1,75% w skali rocznej, stopa redyskonta weksli 3,50% w skali rocznej.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w listopadzie, grudniu 2012 r. oraz styczniu i lutym 2013 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. *Opis dyskusji* na marcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 21 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 listopada 2012 r.**

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście wyników listopadowej projekcji inflacji i PKB oraz bieżącej i spodziewanej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Analizując uwarunkowania zewnętrzne zauważano, że dane, które napłynęły od październikowego posiedzenia, wskazują na brak poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że perspektywy wzrostu gospodarczego Niemiec, będących głównym partnerem handlowym Polski, pozostają korzystniejsze niż innych krajów strefy euro, co wynika z silnych powiązań gospodarki niemieckiej z szybciej – jak dotychczas – rosnącymi rynkami wschodzącymi. Część członków Rady podkreślała natomiast, że uwarunkowania zewnętrzne wpływają na sytuację gospodarczą w Polsce nie tylko poprzez kanał handlowy. Stąd niekorzystna sytuacja w strefie euro może przyczynić się do ograniczenia aktywności gospodarczej w Polsce w większym stopniu niż wynikałoby to jedynie z oddziaływania kanału handlowego.

Omawiając bieżącą sytuację i perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce, zwracano uwagę, że spadek produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także pogłębienie spadku produkcji budowlano-montażowej sygnalizują głębsze od wcześniej oczekiwanego spowolnienie gospodarcze.

Podkreślano, że na ryzyko utrwalenia spowolnienia gospodarczego w Polsce wskazuje listopadowa projekcja NBP. Zwracano uwagę, że obecnie prognozowana dynamika PKB w kolejnych latach jest niższa niż prognozowano w lipcowej projekcji, a rewizja ta wynika z obniżenia prognoz inwestycji i konsumpcji. Rada zgodziła się z oceną z projekcji, że w kierunku niższej niż wcześniej przewidywano dynamiki PKB będą oddziaływać oba te czynniki.

Do niskiej dynamiki konsumpcji przyczyni się według Rady utrzymanie niskiego tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz zawężone możliwości dalszego spadku stopy oszczędności, w tym wynikające z ograniczenia akcji kredytowej. W kierunku niskiej dynamiki dochodów do dyspozycji oddziaływać będzie postępujące pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz obniżenie przekazów pieniężnych od emigrantów do Polski. Podkreślano, że w poprzedniej fazie światowego kryzysu finansowego korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych pomogła podtrzymać wzrost konsumpcji oraz zaabsorbować szok związany ze wzrostem kosztów obsługi kredytów walutowych na skutek deprecjacji złotego. Zwracano także uwagę, że wzrostowi konsumpcji w 2009 roku sprzyjał ponadto dodatni impuls fiskalny, podczas gdy w nadchodzących kwartałach będzie prawdopodobnie kontynuowane zacieśnienie fiskalne.

Z kolei na dynamikę inwestycji – w ocenie Rady – będą negatywnie oddziaływać niekorzystne perspektywy popytu oraz pogarszające się nastroje podmiotów gospodarczych, a także wyczerpywanie się funduszy unijnych z perspektywy finansowej UE 2007-2013. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw jest obecnie korzystna, co – gdyby poprawiły się perspektywy popytu – mogłoby spowodować przyspieszenie dynamiki inwestycji tego sektora.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że wzrost gospodarczy w 2012 r. może być niższy niż wynika z listopadowej projekcji NBP. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że podobne epizody spowolnienia były w ostatnich dwudziestu latach stosunkowo krótkotrwałe, a na ich tle skala bieżącego spowolnienia, choć silniejsza od oczekiwań, nie jest jak dotychczas głęboka. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że stopniowa poprawa koniunktury gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki – zakładana na kolejne lata w projekcji listopadowej NBP i prognozach ośrodków zewnętrznych – będzie przyczyniać się do ożywienia wymiany handlowej z zagranicą, a przez to do stopniowego ożywienia krajowego wzrostu gospodarczego.

Omawiając kształtowanie się bieżącej inflacji podkreślano, że dynamika cen pozostaje w tendencji spadkowej, jednak w ujęciu rocznym nadal znajduje się powyżej górnej granicy odchyień do celu NBP. Zwracano uwagę, że podwyższony poziom rocznego wskaźnika inflacji wynika głównie z oddziaływania czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, natomiast krajowa presja popytowa słabnie, na co wskazuje obniżająca się inflacja bazowa.

Odnosząc się do perspektyw inflacji w kontekście listopadowej projekcji NBP, większość członków Rady podkreślała, że projekcja potwierdza, iż ryzyko nasilenia się presji popytowej w nadchodzących kwartałach wyraźnie się obniżyło. Jednocześnie zwiększyło się ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie. Zgodnie z projekcją listopadową, spadkowi inflacji będzie sprzyjać umiarkowany wzrost gospodarczy oraz pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Zdaniem większości członków Rady, osłabienie aktywności gospodarczej, któremu towarzyszyć będzie obniżanie się presji płacowej i zatrudnienia, znacząco ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy i powinno sprzyjać wyraźnemu spadkowi inflacji w najbliższych kwartałach, nawet mimo utrzymywania się

podwyższonych cen surowców. Część członków Rady argumentowała, że, choć zmiany cen surowców, w tym surowców energetycznych, pozostają istotnym czynnikiem ryzyka dla stabilności cen na świecie, to informacje dotyczące podpisanego niedawno aneksu do kontraktu jamalskiego obniżającego ceny gazu importowanego do Polski pozwalają oczekiwać obniżenia dynamiki cen energii w Polsce.

Większość członków Rady była zdania, że dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych, w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej może kształtować się poniżej celu inflacyjnego, jednak powyżej ścieżki centralnej z projekcji listopadowej. Część z tych członków Rady oceniała przy tym, że ograniczać skalę spadku inflacji może płytsze niż wskazuje projekcja obniżenie tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Wyższy w porównaniu z projekcją przebieg ścieżki tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy ma – według tych członków Rady – wynikać ze słabszej niż się ocenia w projekcji poprawy wydajności pracy oraz silniejszego wzrostu NAWRU na skutek histerezy. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że – wobec nierównowagi polskich finansów publicznych – niewykluczone jest utrzymanie stawki VAT na poziomie 23% w 2014 r.

Według części członków Rady powyżej ścieżki z projekcji listopadowej może kształtować się zwłaszcza dynamika cen żywności i energii. Zdaniem niektórych z tych członków Rady, poza znaczną zmiennością cen żywności i energii na rynkach światowych, źródłem niepewności dla inflacji, poważniejszym niż przyjęto w projekcji, pozostaje skala oddziaływania pakietu energetyczno-klimatycznego na ceny energii w Polsce. Podobnie trudna do oceny jest – ich zdaniem – skala wpływu zmiany warunków cenowych dostaw gazu importowanego do Polski na ewentualne obniżenie się krajowych cen energii.

Odnosząc się do bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących stóp procentowych, większość członków Rady uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone. Napływające dane gospodarcze potwierdziły bowiem wyraźne osłabienie koniunktury gospodarczej w Polsce, natomiast listopadowa projekcja NBP sygnalizuje ryzyko utrwalenia się tego spowolnienia, co będzie ograniczało presję popytową i stwarza ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Obniżenie stóp procentowych będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia skali spowolnienia gospodarczego, a przez to ograniczy ryzyko spadku inflacji poniżej celu.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że stopy procentowe powinny pozostać na niezmienionym poziomie z uwagi na uporczywość bieżącej inflacji i utrzymywanie się niepewności odnośnie do cen surowców energetycznych na świecie. Ponadto, ich zdaniem, obniżenie stóp procentowych w sytuacji utrzymującej się restrykcyjności warunków udzielania kredytów w sektorze bankowym, może mieć ograniczony wpływ na ożywienie akcji kredytowej. Wskazywali także, że obniżka stóp procentowych może mieć niekorzystny wpływ na skłonność gospodarstw domowych do lokowania oszczędności w systemie bankowym. Członkowie ci nie wykluczali jednak, że obniżki stóp procentowych na kolejnych posiedzeniach mogą być uzasadnione, o ile wpływ spowolnienia gospodarczego na kształtowanie się procesów inflacyjnych będzie bardziej widoczny, a prawdopodobieństwo dalszego wzrostu cen surowców energetycznych zmniejszy się.

Na posiedzeniu złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy

procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,50%, stopa lombardowa 6,00%, stopa depozytowa 3,00%, stopa redyskonta weksli 4,75%.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 grudnia 2012 r.**

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

Analizując uwarunkowania zewnętrzne, Rada zwracała uwagę, że utrzymywanie się niekorzystnej koniunktury w otoczeniu Polski negatywnie oddziałuje na krajową aktywność gospodarczą. Członkowie Rady podkreślali również, że czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie w najbliższym okresie jest skala zacieśnienia fiskalnego w Stanach Zjednoczonych w 2013 r. Część członków Rady wskazywała jednak, że w II połowie 2013 r. możliwe jest pewne przyspieszenie wzrostu PKB w gospodarkach krajów Europy Zachodniej, w tym w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę na dostosowania strukturalne w peryferyjnych gospodarkach strefy euro, które w dłuższej perspektywie powinny przyczynić się do wyższego wzrostu gospodarczego w tych krajach i poprawy sytuacji gospodarczej w całej strefie euro.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce wskazywano na dalsze spowolnienie aktywności w gospodarce, potwierdzone przez dane o PKB w III kw. br. Podkreślano, że spowolnienie wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale i wewnętrznych. Analizując źródła spadku popytu krajowego w III kw. br. członkowie Rady zwracali uwagę na spadek inwestycji i wyhamowanie wzrostu konsumpcji. Zauważali, że negatywnie na konsumpcję gospodarstw domowych oddziałuje spadek realnych dochodów do dyspozycji. Dążeniu gospodarstw domowych do wygładzania konsumpcji towarzyszy obniżanie się stopy oszczędności do historycznie niskich poziomów. Zwracano uwagę, że spadek dochodów do dyspozycji związany jest w szczególności z pogarszaniem się sytuacji na rynku pracy.

Analizując napływające dane dotyczące rynku pracy wskazywano, że w III kw. br. dynamika wynagrodzeń w gospodarce wyhamowała, a także dalej obniżała się dynamika jednostkowych kosztów pracy. Równocześnie część członków Rady argumentowała, że rosnąca stopa bezrobocia nie wskazuje na ryzyko wzrostu żądań płacowych. Niektórzy członkowie Rady uważali, że wzrost stopy bezrobocia może być częściowo związany ze wzrostem bezrobocia równowagi, na co wskazuje ich zdaniem wzrost liczby wakatów oraz kosztów znalezienia pracownika.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB pozostanie niski. Negatywnie na konsumpcję nadal będzie oddziaływać w szczególności pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, a także ograniczone możliwości wzrostu konsumpcji poprzez dalsze obniżenie stopy oszczędności gospodarstw domowych. W opinii Rady w kolejnych kwartałach dynamika inwestycji wciąż będzie ujemna, na co w szczególności wskazuje dalszy spadek wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji. Zwracano uwagę, że jednym z czynników osłabiających inwestycje w gospodarce pozostanie ograniczanie inwestycji publicznych, w tym współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że skalę spadku inwestycji może zmniejszyć rządowy program „Inwestycje Polskie”, jednak jego efekty najwcześniej będą widoczne w II połowie 2013 r.

Równocześnie oceniano, że wzrost gospodarczy w dalszym ciągu będzie wspierany przez eksport netto, choć w tym kontekście czynnikiem ryzyka są perspektywy popytu ze strefy euro oraz kształtowanie się kursu złotego. Część członków Rady argumentowała, że – wraz z oczekiwaną poprawą sytuacji gospodarczej za granicą – w II połowie 2013 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może przyspieszyć. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że mimo możliwej poprawy koniunktury w gospodarce polskiej w II połowie 2013 r., bieżące dane sygnalizują silne osłabienie się aktywności gospodarczej i wzrost ryzyka recesji.

Według części członków Rady obserwowane spowolnienie dynamiki PKB odzwierciedla po części obniżenie się potencjalnego tempa wzrostu gospodarczego, które wynika z wygasania czynników zwiększających konkurencyjność polskiej gospodarki. Z tego względu członkowie ci uważali, że ujemna luka popytowa w gospodarce polskiej może być umiarkowana. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że potencjalne tempo wzrostu PKB mogło obniżyć się po kryzysie jedynie nieznacznie, a w rezultacie przy obecnym tempie wzrostu PKB luka popytowa w gospodarce pogłębia się.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnim okresie obniżyła się zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa. Podkreślano, że nastąpił spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Równocześnie większość członków Rady uważała, że w kolejnych kwartałach inflacja istotnie się obniży. Według członków Rady spadek inflacji będzie wynikał zarówno z czynników podażowych, w tym z obniżek cen gazu ziemnego od stycznia 2013 r., jak i z pogłębiania się luki popytowej i braku presji płacowej w gospodarce. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na niepewność związaną z kształtowaniem się inflacji w przyszłości. Niepewność ta wynika w szczególności z kształtowania się kursu złotego, na który wpływają zmienne nastroje inwestorów. Czynniki te mogą prowadzić do zmian w kierunkach przepływu kapitału oraz wzrostu zmienności kursu złotego. Równocześnie, niektórzy członkowie Rady wskazywali na ryzyko związane z silnie ekspansywną polityką pieniężną głównych banków centralnych, która w przyszłości może prowadzić do znacznego wzrostu inflacji w gospodarce światowej.

Część członków Rady była jednak zdania, że ze względu na uporczywość czynników dotychczas podwyższających inflację nie obniży się ona istotnie w najbliższych latach. W tym kontekście część członków Rady wskazywała, że oczekiwany w kolejnych kwartałach spadek inflacji będzie miał charakter podażowy, a tym samym nie wpłynie znacząco na presję płacową i inflacyjną w gospodarce. Członkowie ci wskazywali także na możliwe przyspieszenie wzrostu gospodarczego w II połowie 2013 r. które może doprowadzić do pewnego wzrostu presji inflacyjnej.

Uznano, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone, co będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i ograniczy ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie. Członkowie Rady różnili się w ocenie skali odpowiedniej obniżki stóp procentowych NBP, zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i w trakcie całego cyklu.

Większość członków Rady wskazywała, że ze względu na uporczywość inflacji oraz ryzyka związane z kształtowaniem się dynamiki cen w horyzoncie najsilniejszego oddziaływania polityki pieniężnej obniżenie stóp procentowych NBP powinno być niewielkie. Niektórzy z nich wskazywali przy tym, że obniżenie stóp procentowych może prowadzić do osłabienia się kursu złotego, negatywnie wpływając na inflację, a także może skłaniać gospodarstwa domowe do lokowania oszczędności poza

systemem bankowym. Równocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że silne obniżenie stóp procentowych może prowadzić do dalszego spadku stopy oszczędności, oddziałując w kierunku wzrostu nierównowag w gospodarce.

Z kolei inni członkowie Rady uważali, że w obecnych warunkach gospodarczych, nawet nieco większa obniżka stóp procentowych nie prowadziłaby do pojawienia się w kolejnych kwartałach presji popytowej i inflacyjnej. Zdaniem tych członków Rady, ze względu na skalę spowolnienia gospodarczego oraz wzrost ryzyka obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w najbliższych kwartałach, wskazane jest większe niż dotychczas – a zdaniem niektórych członków Rady znacznie większe niż dotychczas – obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że za dość szybkim łagodzeniem polityki pieniężnej przemawia w szczególności długość opóźnień w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. W opinii tych członków Rady w decyzjach na temat stóp procentowych w Polsce należy również uwzględniać poziom stóp na świecie, w tym w głównych gospodarkach rozwiniętych.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Na posiedzeniu złożono także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, stopa redyskonta weksli 4,50%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 stycznia 2013 r.**

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

Analizując uwarunkowania zewnętrzne zwracano uwagę, że koniunktura w gospodarce światowej pozostaje słaba, choć niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie w najbliższym okresie zmniejszyła się, przede wszystkim z uwagi na częściowe uzgodnienie skali zacieśnienia fiskalnego w Stanach Zjednoczonych w 2013 r., prace nad reformami instytucjonalnymi w strefie euro oraz dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez główne banki centralne. Czynniki te przyczyniały się również do poprawy nastrojów na rynkach finansowych. Wskazywano jednocześnie na utrzymującą się recesję w większości krajów strefy euro oraz na kontynuację zacieśnienia fiskalnego w wielu z nich. Zwracano przy tym uwagę, że dążenie do zmniejszania nierównowagi w sektorze finansów publicznych może w krótkim okresie oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB i dalszego wzrostu stopy bezrobocia w części krajów strefy euro. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że w 2013 r. dynamika PKB w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, najprawdopodobniej będzie kształtowała się na wyższym poziomie w porównaniu z pozostałymi krajami strefy euro. Inni członkowie Rady oceniali, że choć w perspektywie kilku kwartałów można oczekiwać pewnej poprawy globalnej koniunktury, to wzrost gospodarczy za granicą będzie nadal utrzymywał się na stosunkowo niskim poziomie.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady zgodzili się, że napływające dane potwierdzają dalsze spowolnienie aktywności w gospodarce w IV kw. 2012 r. Podkreślano, że spowolnienie wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale i wewnętrznych. Oceniano, że wzrost

gospodarczy w IV kw. najprawdopodobniej kształtował się poniżej poziomu przewidywanego w projekcji listopadowej.

Zdaniem części członków Rady, napływające dane, w tym informacje o sprzedaży detalicznej, sugerują, że dynamika konsumpcji w IV kw. najprawdopodobniej kształtowała się blisko zera. Analizując źródła spowolnienia dynamiki konsumpcji członkowie Rady wskazywali na spadek realnych dochodów do dyspozycji, związany w szczególności z pogarszaniem się sytuacji na rynku pracy. Podkreślano, że spowolnieniu dynamiki wydatków konsumpcyjnych towarzyszy obniżanie się stopy oszczędności do historycznie niskich poziomów.

Odnosząc się do dynamiki inwestycji, wyrażono opinię, że w IV kw. pozostała ona najprawdopodobniej ujemna. Zwracano uwagę na znaczne ograniczenie wydatków inwestycyjnych sektora finansów publicznych pod koniec 2012 r., w tym zwłaszcza samorządów, związane z koniecznością ograniczania nierównowagi fiskalnej. W odniesieniu do inwestycji przedsiębiorstw, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w poprzednich latach silny wzrost inwestycji był wspierany przez nadmiernie optymistyczne oczekiwania firm i fundusze unijne.

Omawiając bieżącą sytuację w sektorze bankowym, niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę na utrzymującą się restrykcyjność warunków udzielania kredytów przez banki i spowolnienie wzrostu depozytów. W tym kontekście wskazali oni również na znacząco silniejsze zmniejszenie oprocentowania depozytów niż kredytów dla sektora prywatnego po obniżkach stóp procentowych NBP dokonanych na poprzednich posiedzeniach.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że w najbliższych kwartałach wzrost PKB pozostanie niski. W kierunku niższej konsumpcji będzie oddziaływać niska dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych związana z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy, a także wzrost efektywnej stawki podatku dochodowego od osób fizycznych w 2013 r. W odniesieniu do sytuacji na rynku pracy część członków Rady była zdania, że można oczekiwać dalszego jej pogorszenia, czego odzwierciedleniem będzie prawdopodobny dalszy wzrost stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że podwyższenie składki rentowej w 2012 r. oraz relatywnie wysoka w stosunku do średniego wynagrodzenia płaca minimalna mogą oddziaływać w kierunku obniżenia popytu na pracę. Ponadto, negatywnie na konsumpcję nadal będą wpływać ograniczone możliwości dalszego obniżania stopy oszczędności. Analizując perspektywy inwestycji, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach dynamika inwestycji wciąż będzie ujemna, na co w szczególności wskazuje dalszy spadek wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji. Zwracano uwagę, że jednym z czynników osłabiających inwestycje w gospodarce pozostanie ograniczanie inwestycji publicznych, w tym wydatków inwestycyjnych samorządów współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Równocześnie oceniano, że wzrost gospodarczy w dalszym ciągu będzie wspierany głównie przez eksport netto. Z tego też powodu czynnikiem ryzyka dla aktywności gospodarczej w Polsce są perspektywy kształtowania się popytu strefy euro. Część członków Rady była przy tym zdania, że wraz z możliwą poprawą sytuacji gospodarczej za granicą w II połowie 2013 r. tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może przyspieszyć.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w gospodarce, członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnich miesiącach inflacja CPI istotnie się obniżyła i w listopadzie znalazła się w pobliżu celu inflacyjnego. Podkreślano, że spadek inflacji CPI wynikał w znacznym stopniu ze spowolnienia

wzrostu cen surowców, w tym żywności i energii, które we wcześniejszym okresie były ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu dynamiki cen. Do obniżenia inflacji CPI przyczynił się również dalszy spadek inflacji bazowej, co wskazuje na brak presji popytowej. W tym kontekście podkreślano, że obniżyły się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Równocześnie większość członków Rady uważała, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie się nadal obniżać, a następnie ustabilizuje się, pozostając poniżej celu inflacyjnego w horyzoncie co najmniej roku. Według członków Rady spadek inflacji będzie wynikał zarówno z obniżek cen nośników energii od stycznia 2013 r., jak i z utrzymywania się ujemnej luki popytowej i braku presji płacowej w gospodarce. Jednocześnie część członków Rady zwracała uwagę na niepewność związaną z kształtowaniem się inflacji w dalszej perspektywie. Niepewność ta wynika w szczególności z możliwych istotnych zmian cen surowców na rynkach światowych, a także cen usług komunalnych. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, iż mimo oczekiwanego dalszego obniżenia się inflacji bazowej, w 2013 r. może ona utrzymać się na podwyższonym – jak na tę fazę cyklu koniunkturalnego – poziomie.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP – podobnie jak na poprzednich posiedzeniach – uznano, że powinny one zostać ponownie obniżone, co będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i ograniczy ryzyko spadku inflacji poniżej celu w średnim okresie. Członkowie Rady różnili się jednak w ocenie skali obniżki stóp procentowych NBP, zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i w trakcie całego cyklu.

Większość członków Rady wskazywała, że napływające dane – potwierdzające oczekiwany spadek inflacji i postępujące spowolnienie gospodarcze – nie uzasadniają zwiększenia skali obniżki stóp NBP na bieżącym posiedzeniu. Za utrzymaniem dotychczasowej skali obniżki stóp procentowych przemawia także – zdaniem tych członków Rady – ryzyko związane z kształtowaniem się dynamiki cen, w szczególności cen surowców. Niektórzy z nich wskazywali przy tym, że silne obniżenie stóp procentowych może prowadzić do dalszego spadku skłonności do oszczędzania.

Z kolei zdaniem niektórych członków Rady, ze względu na prawdopodobne kształtowanie się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w najbliższych kwartałach, wskazane jest większe – a nawet znacznie większe – obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że za szybkim łagodzeniem polityki pieniężnej przemawia w szczególności długość opóźnień w mechanizmie transmisji.

Odnosząc się do przyszłych decyzji, większość członków Rady nie wykluczyła dalszego złagodzenia polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje, w tym dane o PKB za 2012 r., potwierdzałyby trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej pozostałoby ograniczone. Inni członkowie Rady byli natomiast zdania, że dotychczas dokonane obniżki stóp procentowych są wystarczające dla ograniczenia ryzyka utrzymywania się inflacji znacznie poniżej celu w średnim okresie, a wpływ ewentualnych dalszych obniżek stóp NBP na aktywność gospodarczą byłby ograniczony. Jednocześnie, zdaniem niektórych z tych członków Rady, dalsze łagodzenie polityki pieniężnej mogłoby w dłuższym okresie przyczynić się do narastania nierównowag w polskiej gospodarce.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Na posiedzeniu złożono także wniosek o obniżenie

podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, stopa redyskonta weksli 4,25%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 lutego 2013 r.**

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

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych podkreślano, że aktywność w gospodarce światowej pozostaje słaba, na co wskazuje w szczególności obniżenie się tempa wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w IV kw. 2012 r. oraz utrzymanie się recesji w strefie euro. Jednocześnie zwracano uwagę na pewną poprawę niektórych wskaźników koniunktury w największych gospodarkach rozwiniętych. Część członków Rady podkreślała, że nie wygasły czynniki przyczyniające się do zmienności sentymentu na rynkach finansowych oraz nastrojów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Analizując perspektywy kształtowania się koniunktury za granicą, niektórzy członkowie Rady wskazywali na dalszą rewizję w dół prognoz wzrostu PKB na 2013 r. dla głównych partnerów handlowych Polski, tj. dla strefy euro, w tym dla Niemiec. Inni członkowie Rady wskazywali, że – choć aktywność gospodarcza na świecie w nadchodzących kwartałach będzie najprawdopodobniej utrzymywała się na stosunkowo niskim poziomie – to w II połowie 2013 r. oczekuje się jej stopniowej poprawy. Biorąc pod uwagę znaczącą rolę eksportu netto we wzroście krajowego PKB w ostatnich kwartałach, część członków Rady oceniała, że kształtowanie się koniunktury za granicą może mieć w 2013 r. silniejszy wpływ na aktywność gospodarczą w Polsce niż w okresie spowolnienia wzrostu w 2009 r.

Omawiając dane o wzroście gospodarczym w Polsce w IV kw. 2012 r. (implikowane ze wstępnego szacunku PKB w 2012 r.) członkowie Rady wskazywali na dalsze osłabienie się popytu krajowego będące w szczególności wynikiem spadku popytu konsumpcyjnego oraz dalszego obniżania się inwestycji. Część członków Rady podkreślała przy tym, że we wcześniejszych okresach dekonunktury konsumpcja była zawsze czynnikiem podtrzymującym wzrost gospodarczy, i jej obecny spadek sygnalizuje możliwość głębszego spowolnienia popytu krajowego w kolejnych kwartałach, zwłaszcza uwzględniając słabe perspektywy dla inwestycji firm i ograniczone możliwości wzrostu inwestycji sektora publicznego. Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że fundamenty polskiej gospodarki są nadal dobre, o czym świadczy brak istotnych nierównowag makroekonomicznych. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że zgodnie z dostępnymi prognozami krótkookresowymi, w kolejnych kwartałach można oczekiwać pewnego wzrostu dynamiki PKB.

W odniesieniu do spadku konsumpcji część członków Rady wskazywała, że jest on w znacznym stopniu związany z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy, w tym z niskim wzrostem płac oraz zwiększeniem obaw o utratę pracy w warunkach podwyższonego bezrobocia. Obniżanie się konsumpcji było także w części związane z wyhamowaniem akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że niski stosunek kredytu do PKB w Polsce na tle innych krajów Unii Europejskiej świadczy o ograniczonej możliwości stymulowania popytu konsumpcyjnego poprzez akcję kredytową. Zwracali oni przy tym uwagę, że w krajach Europy

Środkowo-Wschodniej, w których napływ oszczędności krajowych do systemu bankowego był ograniczony, zmniejszenie roli kapitału zagranicznego jako źródła finansowania akcji kredytowej banków, przełożyło się na silniejsze wyhamowanie kredytu. Członkowie ci wskazywali, że w Polsce w 2012 r. przyrost depozytów gospodarstw domowych w systemie bankowym był istotnie mniejszy niż w 2011 r., co mogło być czynnikiem wpływającym na politykę kredytową banków. Część członków Rady oceniała, że większe znaczenie dla wielkości akcji kredytowej banków mogły mieć działania nadzorcze oraz malejący popyt na kredyt ze strony sektora prywatnego.

Omawiając kształtowanie się depozytów gospodarstw domowych w 2012 r. część członków Rady wskazywała, że choć zmniejszenie ich przyrostu było w pewnym stopniu związane ze zwiększeniem napływu środków do funduszy inwestycyjnych, to świadczy ono także o mniejszej skłonności do oszczędności gospodarstw domowych zwłaszcza w sytuacji obniżenia oprocentowania depozytów pod koniec 2012 r. Inni członkowie Rady oceniali, że o skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych decydują obecnie w większym stopniu czynniki koniunkturalne, co oznacza, że ich obecny niski poziom jest typowy dla fazy osłabienia koniunktury, a wysokość oprocentowania depozytów ma na nią ograniczony wpływ.

W odniesieniu do kształtowania się inwestycji część członków Rady oceniała, że obecnie nie ma czynników, które pozwalałyby oczekiwać znaczącego wzrostu aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, co w połączeniu z ograniczeniem inwestycji sektora publicznego, może przełożyć się na utrzymanie w kolejnych kwartałach ujemnej dynamiki tego komponentu popytu krajowego. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że w IV kw. 2012 r. spadek inwestycji był nieco mniejszy niż w III kw. i – zgodnie z dostępnymi prognozami krótkookresowymi – również w 2013 r. dynamika inwestycji, choć może pozostać ujemna, to będzie wzrastała.

Członkowie Rady omawiali także wpływ polityki fiskalnej na aktywność gospodarczą w 2013 r. Część członków Rady wskazywała, że dalszy spadek inwestycji sektora publicznego będzie w krótkim okresie ograniczał tempo wzrostu gospodarczego. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że zmniejszeniu inwestycji publicznych będzie towarzyszył wzrost spożycia publicznego (również z uwagi na działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury), i w efekcie polityka fiskalna nie będzie czynnikiem silnie spowalniającym wzrost PKB.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych, członkowie Rady zwracali uwagę na dalszy spadek inflacji CPI, która w grudniu 2012 r. obniżyła się do 2,4%, tj. ukształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP (2,5%). Nadal obniżały się również miary inflacji bazowej, a wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu po raz kolejny był ujemny, co w opinii Rady sygnalizuje brak presji popytowej i kosztowej w gospodarce. Spadkowi inflacji towarzyszyło obniżenie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Część członków Rady wskazywała, że w najbliższych miesiącach można oczekiwać obniżenia się inflacji w okolice dolnej granicy odchyień od celu, a uwzględniając prawdopodobne utrzymanie się niskiej aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, istnieje ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Inni członkowie Rady podkreślali, że obecne obniżenie się inflacji jest w znacznym stopniu wynikiem osłabienia się dynamiki cen energii i żywności do jednych z najniższych poziomów w ostatnich kilkunastu latach. Członkowie ci argumentowali, że zwłaszcza w przypadku cen energii, pozostających pod wpływem kształtowania się światowych cen surowców, osłabienie ich dynamiki może być zjawiskiem przejściowym.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP większość członków Rady uznała, że – podobnie jak na poprzednich posiedzeniach – powinny one zostać ponownie obniżone, co będzie oddziaływać w kierunku zwiększenia aktywności gospodarczej i w efekcie ograniczy ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżki stóp procentowych NBP, zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i w trakcie całego obecnego cyklu.

Podobnie jak na styczniowym posiedzeniu, większość członków Rady uznała, że napływające dane – potwierdzające oczekiwany spadek inflacji i wyraźne spowolnienie gospodarcze – nie uzasadniają zwiększenia skali obniżki stóp NBP na bieżącym posiedzeniu. Zdaniem niektórych członków Rady za utrzymaniem dotychczasowej skali obniżki stóp procentowych przemawia także obawa, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby prowadzić do dalszego spadku skłonności do oszczędzania w sektorze bankowym.

Zdaniem części członków Rady, ze względu na ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP już w najbliższych kwartałach, wskazane jest większe – a nawet znacznie większe – obniżenie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że za szybkim łagodzeniem polityki pieniężnej przemawia w szczególności długość opóźnień w mechanizmie transmisji. Członkowie ci wskazywali także na relatywnie wysoki poziom realnych stóp procentowych w Polsce na tle największych gospodarek rozwiniętych.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że obecny poziom stóp procentowych jest relatywnie niski w porównaniu z wcześniejszymi okresami dekonunktury i nie jest uzasadnione dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Członkowie ci argumentowali ponadto, że nadmierne obniżenie stóp procentowych byłoby czynnikiem, który zmniejszałby bodźce do wzmacniania podażowej strony gospodarki, co biorąc pod uwagę głębokość obecnych dostosowań np. w zakresie jednostkowych kosztów pracy w części krajów Unii Europejskiej miałoby negatywne konsekwencje dla wzrostu PKB w dłuższej perspektywie.

Odnosząc się do przyszłych decyzji, większość członków Rady uznała, że ocena zasadności ewentualnego dalszego łagodzenia polityki pieniężnej będzie zależała od wniosków płynących z analizy napływających informacji dotyczących koniunktury gospodarczej i presji inflacyjnej, w tym wyników marcowej projekcji makroekonomicznej NBP. Niektórzy członkowie Rady sygnalizowali przy tym, że biorąc pod uwagę dokonane złagodzenie polityki pieniężnej i oczekiwaną stopniową poprawę koniunktury w II połowie 2013 r., być może zbliża się moment przerwy lub zakończenia obecnego cyklu obniżek stóp procentowych NBP.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,0 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Na posiedzeniu złożono także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,75%, stopa lombardowa 5,25%, stopa depozytowa 2,25%, stopa redyskonta weksli 4,00%.

**Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 5-6 marca 2013 r.**

Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,25% w skali rocznej, stopa lombardowa 4,75% w skali rocznej, stopa depozytowa 1,75% w skali rocznej, stopa redyskonta weksli 3,50% w skali rocznej.

Napływające dane wskazują, że aktywność w gospodarce światowej nadal kształtuje się na niskim poziomie. W IV kw. 2012 r. wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych wyhamował, natomiast w strefie euro utrzymała się recesja. Spadek PKB nastąpił we wszystkich dużych gospodarkach strefy euro, w tym w Niemczech. Jednocześnie w części największych gospodarek wschodzących wzrost gospodarczy prawdopodobnie przyspieszył, a w ostatnich miesiącach pojawiły się sygnały pewnej poprawy koniunktury w niektórych gospodarkach rozwiniętych.

W Polsce dane o PKB potwierdziły, że w IV kw. nastąpiło wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego. Obniżeniu popytu konsumpcyjnego towarzyszyło ograniczenie spadku inwestycji. Wzrost gospodarczy nadal był wspierany przez dodatni – choć mniejszy niż w poprzednim kwartale – wkład eksportu netto.

Napływające dane wskazują na utrzymanie niskiego wzrostu gospodarczego na początku bieżącego roku. Niskiemu wzrostowi aktywności towarzyszy spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz wzrost bezrobocia, co przyczynia się do wyhamowania wzrostu wynagrodzeń. Jednocześnie utrzymuje się niska dynamika akcji kredytowej, zarówno dla gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw.

W styczniu nastąpił większy od oczekiwań spadek inflacji CPI. Według wstępnych danych wyniosła ona 1,7% r/r, kształtując się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Utrzymał się także niski poziom inflacji bazowej, co potwierdza ograniczoną presję popytową w gospodarce. Nastąpiło również dalsze obniżenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych.

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

Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,3-1,9% w 2013 r. (wobec 1,8-3,1% w projekcji listopadowej), 0,8-2,4% w 2014 r. (wobec 0,7-2,4%) oraz 0,7-2,4% w 2015 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,6-2,0% w 2013 r. (wobec 0,5-2,5% w projekcji listopadowej), 1,4-3,7% w 2014 r. (wobec 1,1-3,5%) oraz 1,9-4,4% w 2015 r.

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, czemu towarzyszy brak presji płacowej i niska presja inflacyjna. W kolejnych kwartałach możliwa jest stopniowa poprawa koniunktury, jednak dynamika PKB prawdopodobnie pozostanie umiarkowana, co nadal będzie ograniczać presję inflacyjną. Taką ocenę wspiera marcowa projekcja inflacji i PKB.

Biorąc pod uwagę ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie, Rada postanowiła ponownie obniżyć stopy procentowe NBP. Marcowa decyzja stanowi dopełnienie rozpoczętego w listopadzie 2012 r. cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

W ocenie Rady, istotne złagodzenie polityki pieniężnej dokonane w ostatnich miesiącach i na marcowym posiedzeniu Rady pozwoli na kształtowanie się inflacji w pobliżu celu w średnim okresie i jednocześnie sprzyja ożywieniu polskiej gospodarki.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Marzec 2013*.



## 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 NECMOD<sup>88</sup>. 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. 2013 r. do IV kw. 2015 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2012 r. Projekcja nie uwzględnia decyzji RPP o obniżce stóp procentowych o 0,5 pkt proc. z dnia 6 marca br.

---

<sup>88</sup> Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

## 4.1. Synteza

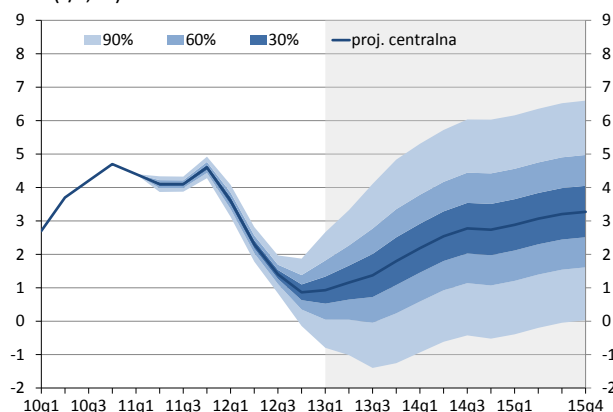
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, w 2012 r. dynamika PKB w Polsce obniżyła się do 2,0% z 4,3% w 2011 r., co oznacza szybszą od oczekiwań realizację scenariusza spowolnienia zarysowanego w poprzedniej *Projekcji inflacji i PKB*. Spowolnienie to wynika w dużej mierze z niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych polskiej gospodarki. Strefa euro od IV kw. 2011 r. ponownie znajduje się w fazie recesji, do czego przyczyniają się problemy zadłużeniowe i utrata konkurencyjności niektórych krajów strefy.

Spowolnieniu za granicą towarzyszy stopniowe wygasanie wpływu pozytywnych czynników podtrzymujących do I kw. ub.r. krajowy wzrost gospodarczy na względnie wysokim poziomie. W związku z kończącym się w 2015 r. rozliczeniem obecnej perspektywy finansowej UE, tempo wzrostu absorpcji funduszy z budżetu UE i powiązanych z nimi inwestycji publicznych ulega wyhamowaniu. Jednocześnie ze względu na osłabienie handlu światowego względnie korzystna dotąd sytuacja w gospodarce niemieckiej, będącej głównym odbiorcą polskiego eksportu, pogorszyła się. Ze względu na spodziewane obniżenie inflacji i przyjęcie założenia o stałej stopie referencyjnej NBP, projekcja przewiduje, że krajowe realne stopy procentowe wzrosną w latach 2013-2015. W krótkim horyzoncie projekcji oczekiwany jest ponadto negatywny wpływ zacieśnienia polityki fiskalnej na dynamikę wzrostu gospodarczego. Dynamika konsumpcji pozostanie w horyzoncie projekcji na historycznie niskim poziomie ze względu na rosnące stopniowo bezrobocie, obniżającą się dynamikę dochodów do dyspozycji oraz niemożność dalszego finansowania konsumpcji kosztem spadku stopy oszczędności.

W efekcie działania wyżej wymienionych czynników, tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w 2013 r. ulegnie dalszemu obniżeniu, do

**Wykres 4.1**

PKB (r/r, %).



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

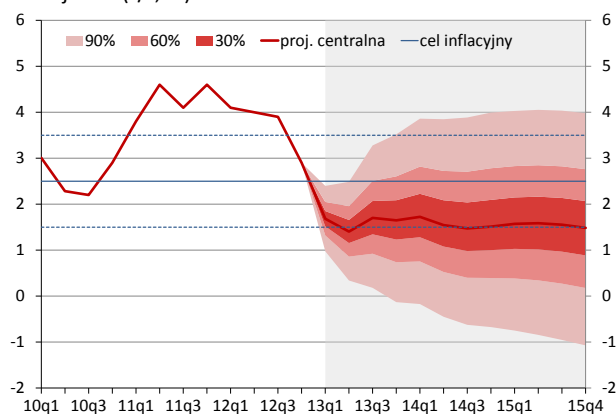
poziomu 1,3%. W dłuższym horyzoncie projekcji, w ślad za poprawiającą się sytuacją za granicą oraz napływem funduszy UE z nowo uzgodnionej strategii finansowej UE na lata 2014-2020, dynamika PKB przyspieszy i w 2015 r. przewyższać będzie potencjalne tempo wzrostu. W konsekwencji nastąpi pewne ograniczenie luki popytowej, która pozostanie jednak ujemna i wyniesie -1,4% potencjalnego PKB w IV kw. 2015 r.

Inflacja w horyzoncie projekcji trwale obniży się, pozostając na poziomie zbliżonym do 1,5%. (Wykres 4.2). Zmniejszenie presji inflacyjnej będzie wynikiem osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego, które – zmniejszając presję popytową – wpłynie negatywnie również na rynek pracy i w konsekwencji przyczyni się do obniżenia tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy. W tym samym kierunku będzie oddziaływać oczekiwane wygasanie niekorzystnych szoków cenowych, utrzymujących także w roku ubiegłym krajowe ceny żywności i energii na podwyższonym poziomie. W horyzoncie projekcji oczekiwany jest spadek cen ropy naftowej i surowców rolnych na rynkach światowych, do czego będzie przyczyniać się słaba koniunktura w gospodarce światowej i prognozowany wzrost podaży tych surowców. Na spadek inflacji w 2013 r. wpłyną także obniżki cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych, jako efekt renegotiacji kontraktu jamalskiego pomiędzy PGNiG a Gazpromem. W 2014 r. w kierunku niższej inflacji będzie oddziaływać również obniżenie podstawowej stawki podatku VAT do poziomu z 2010 r.

Głównym źródłem niepewności dla prognozy inflacji i PKB jest rozwój sytuacji w strefie euro i powiązane z tym kształtowanie się kursu złotego oraz przyszła skala zmian w polityce fiskalnej. Ocenia się, że prawdopodobieństwo silniejszego, w stosunku do założeń przyjętych w scenariuszu centralnym, pogorszenia perspektyw wzrostu w kraju, jest zbliżone do

Wykres 4.2

Inflacja CPI (r/r, %).



prawdopodobieństwa, że sytuacja polskiej gospodarki będzie kształtowała się bardziej korzystnie, co jest odzwierciedlone w wykresie wachlarzowym dla tej zmiennej (Wykres 4.1). Dla inflacji w 2014 r. ryzyko jej wzrostu powyżej ścieżki centralnej jest nieznacznie wyższe niż spadku, ze względu na skutki możliwych dostosowań ze strony polityki fiskalnej zmniejszających deficyt i dług SFP, gdyby dostosowania te obejmowały wzrost efektywnych stawek podatkowych (Wykres 4.2).

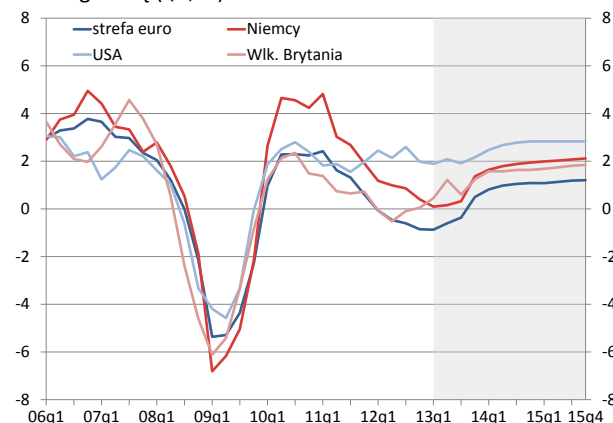
## 4.2. Otoczenie zewnętrzne

Po okresie spowolnienia światowego wzrostu gospodarczego, w latach 2014-2015 spodziewana jest stopniowa poprawa koniunktury globalnej. Niższy, niż w okresie przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego, wzrost PKB na świecie, a w szczególności w gospodarkach wschodzących, będzie przekładać się na względnie stabilne ceny surowców na rynkach światowych oraz umiarkowaną globalną presję inflacyjną. W konsekwencji zakłada się, iż stopy procentowe w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski pozostaną na niskim poziomie w całym horyzoncie projekcji.

W bieżącej rundzie progностycznej założenia dotyczące wzrostu gospodarczego za granicą<sup>89</sup> zrewidowane zostały w dół i kształtują się na niskim poziomie w całym horyzoncie projekcji (średnio 1% r/r). Strefa euro pozostaje w recesji, a pozytywny, choć niski wzrost gospodarczy oczekiwany jest dopiero w 2014 r., wraz z wygasaniem negatywnego wpływu zacieśnienia fiskalnego oraz stopniowym ożywieniem w gospodarkach wschodzących (Wykres 4.3). W stosunku do poprzedniej projekcji nastąpiła poprawa nastrojów na europejskich rynkach finansowych (por. rozdz. 1.3) przynosząc obniżenie ryzyka niewypłacalności banków,

**Wykres 4.3**

PKB za granicą (r/r, %).



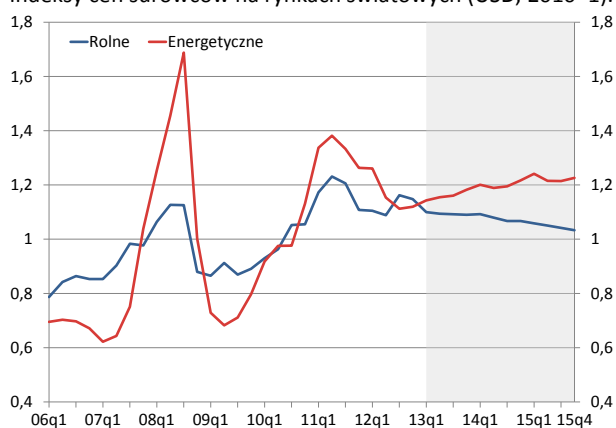
<sup>89</sup> W modelu NECMOD sektor zagraniczny reprezentują cztery gospodarki (odpowiednio z wagami): Niemcy (43%), strefa euro bez Niemiec (43%), Wielka Brytania (8%), Stany Zjednoczone (6%).

przedsiębiorstw i rządów krajów strefy euro, co spowodowało m.in. napływ kapitału do krajów peryferyjnych (por. Ramka 1) oraz zmniejszenie się prawdopodobieństwa rozpadu strefy euro. Pomimo to prognoza wzrostu w strefie euro została obniżona ze względu na sytuację na rynku pracy, dalsze zacieśnienie fiskalne, utrzymujące się negatywne nastroje wśród konsumentów, a także niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (por. rozdz. 1.1). Dodatkowo, w gospodarce niemieckiej, będącej głównym partnerem handlowym Polski, szczególnie mocno odczuwalne jest osłabienie handlu światowego. Korzystniej niż w przypadku strefy euro kształtują się perspektywy gospodarki amerykańskiej, gdzie prognozuje się wzrost PKB na poziomie średnio 2,5% r/r (czyli zbliżonym do poprzedniej projekcji). Na taki rozwój sytuacji w gospodarce amerykańskiej wskazuje obniżająca się stopa bezrobocia, dodatnia dynamika produkcji przemysłowej oraz poprawiająca się sytuacja na rynku nieruchomości (por. rozdz. 1.1).

Stopniowe zwiększanie podaży surowców energetycznych przy jednoczesnym umiarkowanym wzroście popytu będzie prowadziło do ograniczania nierównowagi na tym rynku, co powinno przyczynić się do stabilizacji światowych cen surowców energetycznych na poziomie zbliżonym do oczekiwań z poprzedniej projekcji (Wykres 4.4). W szczególności w świetle prognozy wzrostu wydobycia ropy w krajach nienależących do OPEC (w tym w USA), stopniowo będą obniżać się ceny ropy naftowej. Cena tego surowca w największym stopniu determinuje kształtowanie się krajowych cen energii w krótkim okresie ze względu na szybkie przekładanie się cen ropy naftowej na ceny paliw (w przeciwieństwie do regulowanych rynków energii elektrycznej i gazu, na których ceny dla odbiorców indywidualnych z opóźnieniem reagują na zmiany cen węgla kamiennego i gazu ziemnego na rynkach światowych).

**Wykres 4.4**

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

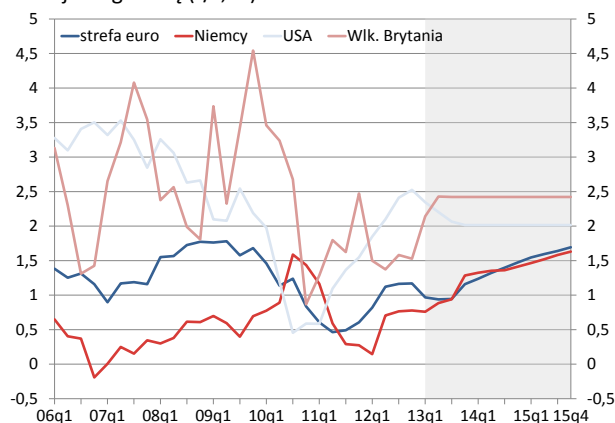


Silniejszy, niż zakładano w projekcji listopadowej, spadek cen surowców rolnych w krótkim okresie, wynika głównie z ustąpienia negatywnych uwarunkowań podażyowych na rynku zbóż z II poł. ub.r. (m.in. susza w Stanach Zjednoczonych, por. rozdz. 1.4). W dłuższym horyzoncie prognozy, z uwagi na umiarkowaną presję popytową na świecie oraz przyjęcie założenia o przeciętnych warunkach agrometeorologicznych prognozowany jest dalszy, choć ograniczony spadek cen surowców rolnych (Wykres 4.4).

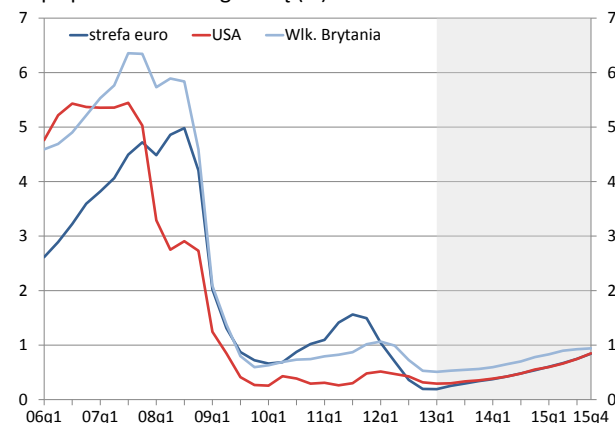
Umiarkowana koniunktura za granicą oraz względnie stabilne ceny surowców w horyzoncie projekcji powinny przyczynić się do utrzymania niskiej inflacji w strefie euro i USA (Wykres 4.5). Biorąc pod uwagę prognozy zarówno niskiego wzrostu gospodarczego, jak i inflacji w strefie euro przyjmuje się, podobnie jak w projekcji listopadowej, że w najbliższych kwartałach EBC będzie utrzymywał dotychczasowy poziom stóp procentowych z możliwością ich podwyżek dopiero w II poł. 2014 r. (Wykres 4.6). Również ścieżka stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych kształtuje się na poziomie zbliżonym do poprzedniej projekcji. Oczekuje się, iż stopa bezrobocia nie spadnie poniżej 6,5% przed końcem 2014 r., co oznacza, zgodnie z deklaracją Banku Rezerwy Federalnej, że polityka pieniężna będzie nadal akomodacyjna i w efekcie stopy procentowe pozostaną w tym okresie na niezmiennym poziomie (por. rozdz. 1.3). Perspektywy niższego, niż w Stanach Zjednoczonych, wzrostu gospodarczego w strefie euro wskazują na możliwość osłabienia kursu euro wobec dolara amerykańskiego do średniego poziomu 1,26 w latach 2013-2014, a następnie, wraz ze stabilizacją sytuacji w strefie euro na nieznacznie jego umocnienie.

**Wykres 4.5**

Inflacja za granicą (r/r, %).

**Wykres 4.6**

Stopa procentowa za granicą (%).



### 4.3. Gospodarka polska w latach 2013-2015

#### Popyt zagregowany

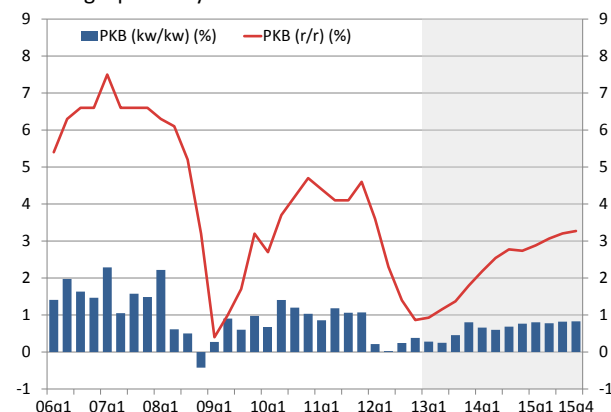
Zgodnie z bieżącą projekcją skala spowolnienia wzrostu w gospodarce polskiej była najsilniejsza na przełomie 2012 i 2013 r. Tempo wzrostu PKB obniżyło się do poziomu nieco poniżej 1% – porównywalnego z dynamiką wzrostu odnotowaną w I poł. 2009 r. (Wykres 4.7). Od drugiej połowy 2013 r. dynamika PKB w ujęciu r/r będzie stopniowo rosła, przy czym do II kw. 2014 r. pozostanie poniżej tempa potencjalnego.

Głównymi czynnikami odpowiadającymi za osłabienie tempa wzrostu w bieżącym roku są: niekorzystna koniunktura za granicą, w tym zwłaszcza w strefie euro, ograniczenie wydatków konsumpcyjnych przez gospodarstwa domowe spowodowane złą sytuacją na rynku pracy i niemożnością dalszego podtrzymywania konsumpcji kosztem spadku stopy oszczędności, zacieśnienie polityki fiskalnej oraz spadek inwestycji publicznych finansowanych napływem funduszy strukturalnych z UE. Przy ujemnej dynamice nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw oraz bliskim zera wkładzie zapasów do wzrostu, czynnikiem łagodzącym skalę spadku dynamiki PKB będzie utrzymujący się w 2013 r. dodatni wkład eksportu netto.

W latach 2014-2015, przy umiarkowanej poprawie koniunktury za granicą, dynamika popytu krajowego przyspieszy, choć pozostanie niższa niż w trakcie poprzedniego ożywienia w latach 2010-2011. Wspierać ją będzie stopniowy wzrost konsumpcji i inwestycji przedsiębiorstw, a także zakończenie procesu zacieśniania polityki fiskalnej oraz powolna odbudowa stanu zapasów. W 2015 r. tempo wzrostu PKB zwiększy się do poziomu 3,1%, czemu sprzyjać będzie wzrost

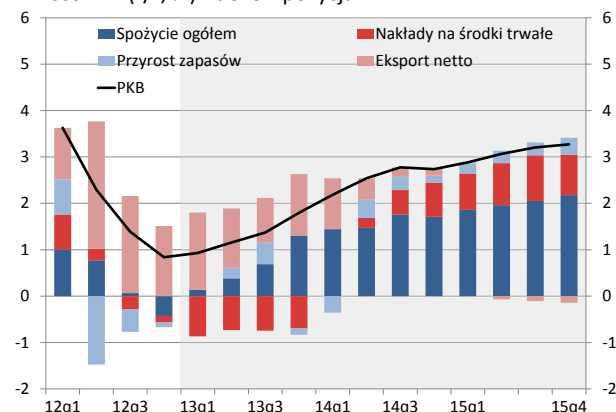
Wykres 4.7

Wzrost gospodarczy.



Wykres 4.8

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



napływu funduszy z nowej perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020.

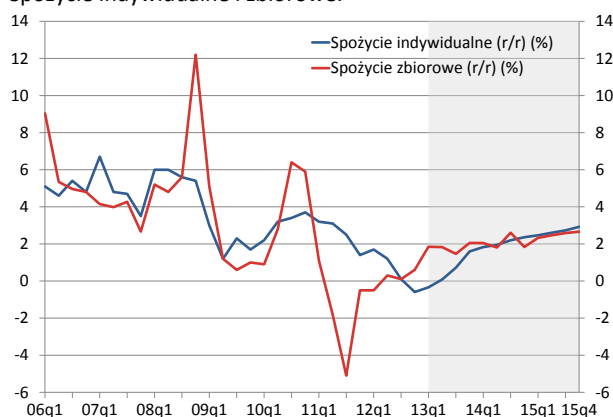
W krótkim horyzoncie projekcji dynamika spożycia indywidualnego pozostanie na poziomie bliskim zera (Wykres 4.9), na co wpływać będzie niskie tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Wzrosną także krajowe realne stopy procentowe, co wynika z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP. Na dochody gospodarstw domowych negatywnie wpływać będzie pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, odzwierciedlona w obniżającej się dynamice płac i spadającym zatrudnieniu, a w jakiejś mierze także obniżające się dochody z dywidend i lokat. Dynamika dochodów do dyspozycji w ujęciu realnym pozostanie jednak dodatnia ze względu na obniżającą się inflację. W związku z działaniami konsolidacyjnymi SFP (m.in. zamrożeniem płac w sferze budżetowej w latach 2012-2013 oraz obowiązującymi regułami fiskalnymi) oczekuje się, że w 2013 r. dynamika spożycia zbiorowego, choć wzrośnie, pozostanie istotnie niższa od wieloletniej średniej.

W latach 2014-2015 dynamika spożycia indywidualnego będzie stopniowo rosnąć w związku z pozytywnym przełożeniem się na dochody do dyspozycji wzrostu płac realnych i zahamowania wzrostu bezrobocia. Ze względu na założone w scenariuszu projekcyjnym uwolnienie zamrożonych wcześniej płac w sferze budżetowej, w długim horyzoncie projekcji umiarkowanie zwiększy się także tempo wzrostu spożycia zbiorowego.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w 2013 r. będzie ujemna za sprawą wszystkich składowych tej kategorii: inwestycji przedsiębiorstw, publicznych oraz inwestycji mieszkaniowych (Wykres 4.10). Od I kw. 2014 r., w ślad za poprawiającą się koniunkturą gospodarczą, zaczną stopniowo rosnąć inwestycje przedsiębiorstw, a w dłuższym horyzoncie – także inwestycje mieszkaniowe. W 2015 r. zwiększą się

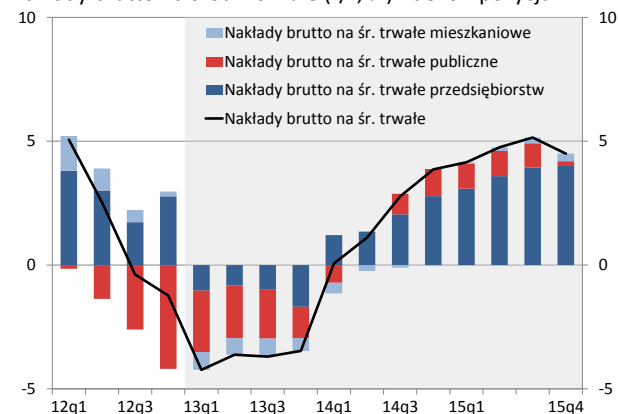
**Wykres 4.9**

Spożycie indywidualne i zbiorowe.



**Wykres 4.10**

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



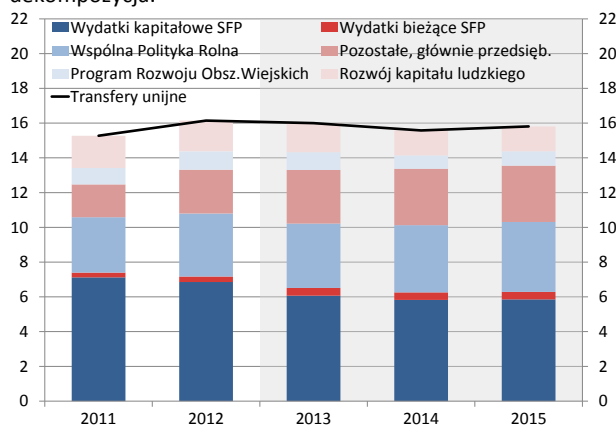
także inwestycje publiczne finansowane środkami z funduszy strukturalnych UE, których absorpcja wzrośnie.

W roku 2013 utrzymująca się niekorzystna sytuacja w strefie euro oraz spowolnienie w gospodarce krajowej przyczynią się do spadku nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Za realizacją takiego scenariusza przemawia pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz obserwowane ograniczenie nowo rozpoczynanych inwestycji i inwestycji odtworzeniowych<sup>90</sup>. W latach 2014-2015, wraz z ożywieniem gospodarczym za granicą i rosnącą dynamiką popytu krajowego oraz utrzymującym się na wysokim poziomie wykorzystaniem transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego, nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw zaczną rosnąć. Wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie wspierany przez rosnące inwestycje odtworzeniowe (konieczne ze względu na amortyzację kapitału) oraz bieżący relatywnie wysoki, zbliżony do średniej wieloletniej, poziom wykorzystania mocy produkcyjnych<sup>91</sup>.

W krótkim horyzoncie projekcji nastąpi istotny spadek inwestycji publicznych w relacji do PKB. Ma to związek z obniżającą się w tym okresie absorpcją funduszy strukturalnych UE przeznaczonych na inwestycje SFP w ramach kończącej się w 2015 r. *Narodowej Strategii Spójności 2007-2013* oraz niską dynamiką wydatków inwestycyjnych samorządów w nadchodzących latach, związaną z działaniem samorządowych reguł fiskalnych (Wykres 4.11). W długim horyzoncie projekcji oczekuje się dodatniej dynamiki inwestycji publicznych będącej rezultatem nowo uzgodnionej strategii finansowej UE na lata 2014-2020 i wynikającego

**Wykres 4.11**

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



<sup>90</sup> Por. *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw – III kw. 2012 r.*, NBP; Por. *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 roku*, NBP.

<sup>91</sup> Por. *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2012 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2013 roku*, NBP.

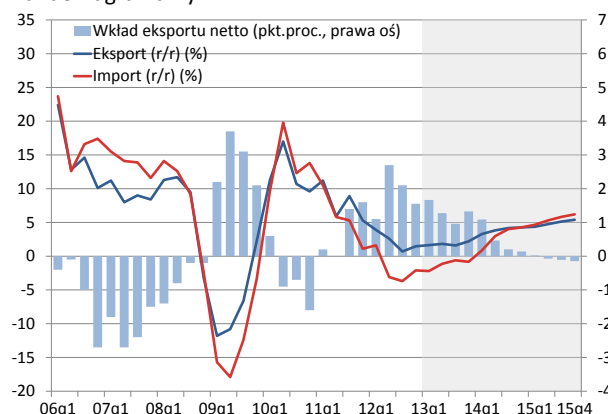
z niej zwiększenia napływu funduszy unijnych do Polski.

W latach 2013-2014 spadają także nakłady na inwestycje mieszkaniowe, do czego przyczyni się oczekiwane zaostrenie polityki kredytowej przez banki oraz pogarszające się – wobec niekorzystnej koniunktury krajowej i zagranicznej – nastroje gospodarstw domowych zmniejszające ich skłonność do podejmowania długoterminowych zobowiązań finansowych, odzwierciedlone m.in. przez najniższy od siedmiu lat wzrost należności z tytułu kredytów mieszkaniowych<sup>92</sup>. W tym samym kierunku oddziaływać będzie ograniczenie tempa rozpoczynania i wprowadzania na rynek nowych inwestycji deweloperskich, po ich przyspieszeniu przed wejściem w życie, w kwietniu ubiegłego roku, *Ustawy o ochronie praw nabywcy lokalu mieszkalnego lub domu jednorodzinnego*<sup>93</sup>. Czynnikiem łagodzącym wpływ spadającego popytu na poziom inwestycji mieszkaniowych będzie relatywnie wysoka stopa zwrotu z inwestycji deweloperskich przy obecnej relacji cen mieszkań do kosztów ich budowy<sup>94</sup>.

Ze względu na niski wzrost gospodarczy za granicą i osłabienie popytu krajowego, w 2013 r. dynamika wolumenu handlu zagranicznego będzie, podobnie jak w 2012 r., bliska zera, przy ujemnej dynamice importu i najniższej od 2009 r. dynamice eksportu (Wykres 4.12). Silny spadek importu jest wynikiem większej wrażliwości tej kategorii na zmiany koniunktury w kraju i za granicą. W konsekwencji, wkład eksportu netto do wzrostu pozostanie w roku bieżącym na istotnie dodatnim poziomie. W latach 2014-2015, wraz z poprawą sytuacji za granicą i wzrostem popytu krajowego, nastąpi odbudowa relacji handlowych przy wyższym wzroście dynamiki importu niż eksportu. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie się zatem stopniowo obniżał,

**Wykres 4.12**

Handel zagraniczny.



<sup>92</sup> Por. *Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kwartał 2012*, NBP; Por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2012 r.*, NBP.

<sup>93</sup> Por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2012 r.*, NBP.

<sup>94</sup> Tamże.

choć do końca 2014 r. pozostanie dodatni, m.in. ze względu na relatywnie dobrą sytuację Niemiec na tle innych gospodarek strefy euro.

### Równowaga makroekonomiczna

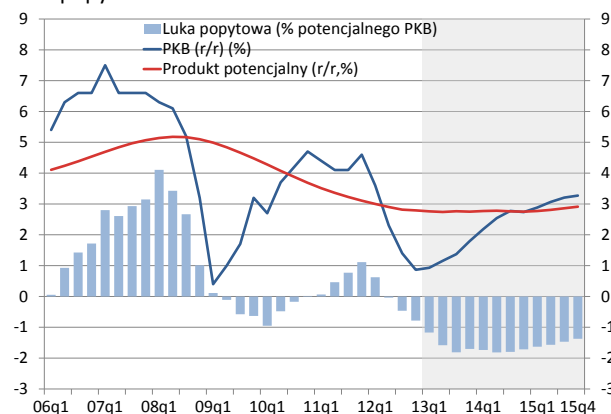
Dynamika potencjalnego PKB, która obniżyła się po okresie światowego kryzysu finansowego, w horyzoncie projekcji pozostanie na poziomie niższym od wieloletniej średniej, zbliżonym do 3% r/r. Ze względu na spowolnienie gospodarcze (odzwierciedlone w wolniejszym niż potencjał wzroście PKB), ujemna od III kw. 2012 r. luka popytowa rozszerza się do III kw. 2013 r. i stabilizuje się na poziomie -1,8% potencjalnego PKB do końca 2014 r. Od początku 2015 r. luka zaczyna się stopniowo domykać się osiągając poziom -1,4% potencjalnego PKB w IV kw. 2015 r. (Wykres 4.13).

Na stabilną w horyzoncie projekcji dynamikę produktu potencjalnego składa się pozytywny wpływ stopniowego zwiększania się tempa wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP) do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego, przy jednoczesnym obniżeniu tempa wzrostu kapitału produkcyjnego odzwierciedlającego spadek tempa wzrostu inwestycji publicznych oraz, w mniejszym stopniu, inwestycji przedsiębiorstw (Wykres 4.14).

Nieznacznie ujemnie na wzrost potencjału w horyzoncie projekcji wpływa również obniżenie długookresowego poziomu podaży pracy, co wynika z przewidywanych niekorzystnych zmian strukturalnych na rynku pracy. W horyzoncie projekcji oczekiwany jest w szczególności wzrost równowagowej wielkości bezrobocia (NAWRU), co jest w dużym stopniu wynikiem występowania zjawiska histerezy bezrobocia. Jednym z przejawów tego zjawiska jest obserwowany obecnie stopniowy wzrost wśród osób bezrobotnych odsetka osób długotrwale bezrobotnych. Proces ten będzie nasilał się wraz z prognozowaną pogarszającą się sytuacją na rynku

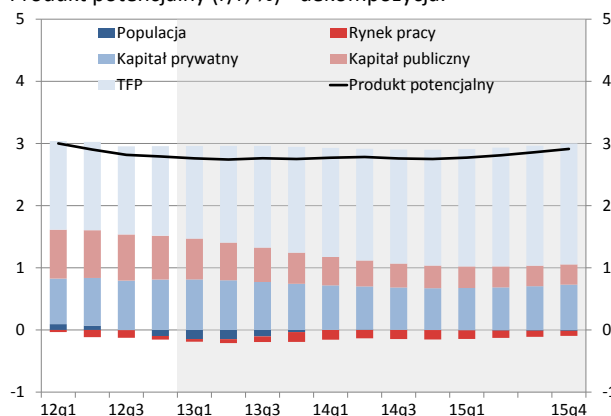
**Wykres 4.13**

Luka popytowa.



**Wykres 4.14**

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



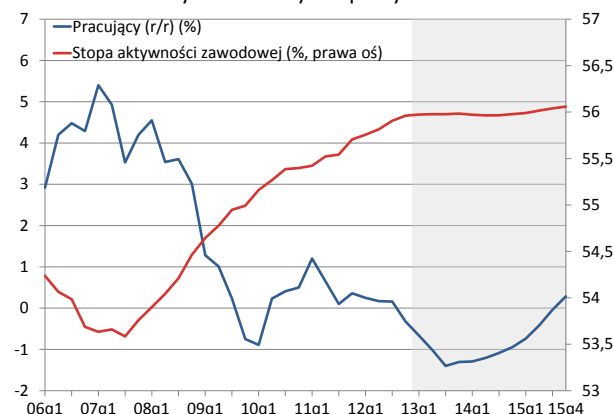
pracy. Stopę bezrobocia równowagi podnosi także wzrost efektywnego opodatkowania pracy w ostatnim okresie (wzrost stawki rentowej, zamrożenie progów podatkowych PIT) oraz wzrost relacji płacy minimalnej do przeciętnej płacy. Wzrost bezrobocia równowagi będzie jednak względnie umiarkowany ze względu na wysoką elastyczność płac na krajowym rynku pracy, wynikającą z dostosowań przez przedsiębiorstwa zmiennych składników wynagrodzeń w reakcji na osłabienie koniunktury, oraz korzystną rolę elastycznych rodzajów umów o pracę<sup>95</sup>.

Równowagowa stopa aktywności zawodowej będzie w horyzoncie projekcji względnie stabilna, co stanowi efekt bilansowania się wpływu negatywnych i pozytywnych zmian strukturalnych. Negatywnie na stopę aktywności zawodowej wpłynie niekorzystna zmiana struktury wiekowej ludności w najbliższych latach w związku ze wzrostem udziału osób w wieku poprodukcyjnym. Z drugiej strony, pozytywnie na współczynnik aktywności zawodowej w dalszym ciągu wpływać będą zmiany prawne ograniczające możliwość uzyskania świadczeń emerytalnych przed osiągnięciem oficjalnego wieku emerytalnego (tzw. emerytury pomostowe wprowadzone w 2009 r.) oraz podwyższenie wieku emerytalnego (od początku 2013 r.). łączny szacowany wpływ tych zmian to wzrost o ok. 170 tys. aktywnych zawodowo w horyzoncie projekcji.

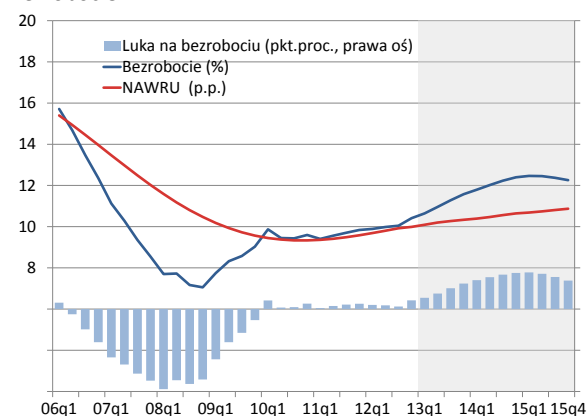
Pogorszenie się koniunktury ma wpływ na sytuację na rynku pracy, przy czym ze względu na sztywności występujące na tym rynku spowolnienie tempa wzrostu szybciej przekłada się na spadek dynamiki płac niż liczby pracujących (Wykres 4.15, Wykres 4.16, Wykres 4.17). Liczba pracujących obniża się do połowy 2015 r., co przy względnie stabilnej stopie aktywności zawodowej przekłada się na wzrost stopy bezrobocia oraz luki na bezrobociu (do 1,8 pkt proc. na przełomie

**Wykres 4.15**

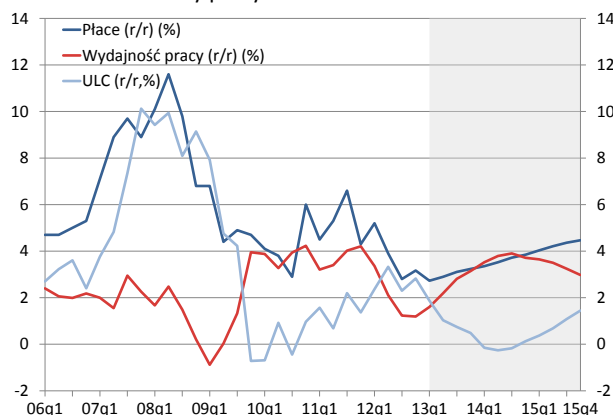
Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy.

**Wykres 4.16**

Bezrobocie.

**Wykres 4.17**

Jednostkowe koszty pracy.



<sup>95</sup> Por. *Badanie ankietowe rynku pracy - raport 2012*, NBP.

2014 i 2015 r.). Utrzymująca się na dodatnim, względnie wysokim poziomie luka na bezrobociu przekłada się na niską presję płacową. W całym horyzoncie projekcji dynamika realnych wynagrodzeń będzie istotnie niższa od tempa wzrostu wydajności pracy. W konsekwencji do końca 2015 r. kontynuowany będzie spadek udziału funduszu płac w PKB, a dynamika jednostkowych kosztów pracy będzie kształtować się na poziomie nieprzekraczającym 1% r/r.

Utrzymujący się w horyzoncie projekcji deficyt dochodów na rachunku obrotów bieżących w dużym stopniu finansowany będzie napływem funduszy unijnych. Nierównowaga zewnętrzna, mierzona stosunkiem deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB w horyzoncie projekcji ulegnie dalszej poprawie (z 1,2% PKB w 2012 r. do 0,9% i 0,8% PKB w 2014 i 2015 r.). Będzie to wynikać z rosnącego dodatniego salda handlowego (dodatni, z wyjątkiem 2015 r., wkład eksportu netto w horyzoncie projekcji), przy względnie stabilnym saldzie transferów z UE i nieznacznie pogarszającym się saldzie dochodów.

### **Kurs walutowy i inflacja**

Po osłabieniu się kursu walutowego w I kw. br., czynniki wzmacniające oraz osłabiające walutę krajową w dalszym horyzoncie projekcji w znacznym stopniu będą się równoważyć. W efekcie, w średnim i dłuższym okresie nominalny efektywny kurs złotego będzie się utrzymywał na dość stabilnym poziomie. Z jednej strony kurs waluty krajowej nadal kształtuje się poniżej poziomu określonego przez czynniki fundamentalne, co w horyzoncie projekcji oddziałuje w kierunku stopniowej aprecjacji złotego, zbliżając kurs do poziomu równowagi. Z drugiej strony, niski wzrost gospodarczy w kraju i za granicą może osłabiać napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych do Polski. W kierunku osłabienia kursu złotego będzie oddziałował także zmniejszający się dysparytet

stóp procentowych, wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP.

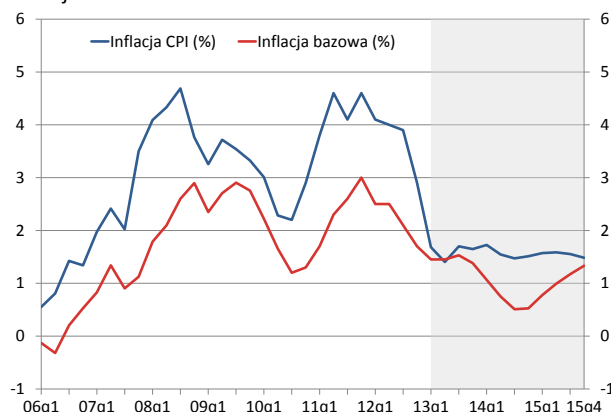
W warunkach niskiego tempa wzrostu gospodarczego oraz stabilnego kursu walutowego inflacja bazowa obniży się do poziomu 1,5% w 2013 r. i 0,7% w 2014 r. po czym wzrośnie do 1,1% w 2015 r. (Wykres 4.18). Niski poziom inflacji bazowej w horyzoncie projekcji wynika w szczególności z niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy, co jest skutkiem zarówno malejącego zatrudnienia, jak i umiarkowanej dynamiki płac. Umiarkowanej presji inflacyjnej sprzyja także stabilny nominalny efektywny kurs złotego, a w konsekwencji – dynamika cen importu (Wykres 4.19). W średnim horyzoncie projekcji, spadek inflacji bazowej jest dodatkowo pogłębiany przez oczekiwany w 2014 r. powrót podstawowej stawki VAT do poziomu 22%.

Ze względu na spodziewaną poprawę warunków podażowych w Polsce oraz na rynkach światowych, w najbliższych kwartałach inflacja krajowych cen żywności będzie obniżać się sukcesywnie. W dłuższym horyzoncie projekcji tempo wzrostu cen żywności w kraju pozostanie na niskim, zbliżonym do 2% r/r, poziomie (Wykres 4.20). Obok obniżających się w całym horyzoncie projekcji cen surowców rolnych na rynkach światowych na ograniczenie dynamiki cen żywności wpłynie także umiarkowane tempo krajowego wzrostu gospodarczego, a w dłuższym horyzoncie także osłabienie się kursu dolara względem euro i złotego, obniżające ceny surowców rolnych wyrażone w złotych.

Inflacja krajowych cen energii w krótkim horyzoncie projekcji obniży się stosunkowo szybko (z 7,9% w 2012 r. do 1,0% w 2013 r.), na co wpłynie przede wszystkim obniżka cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych od 1 stycznia br., obniżenie się dynamiki cen paliw oraz jedynie nieznaczne podwyżki cen energii elektrycznej. W kierunku ograniczenia dynamiki cen energii w średnim i długim horyzoncie

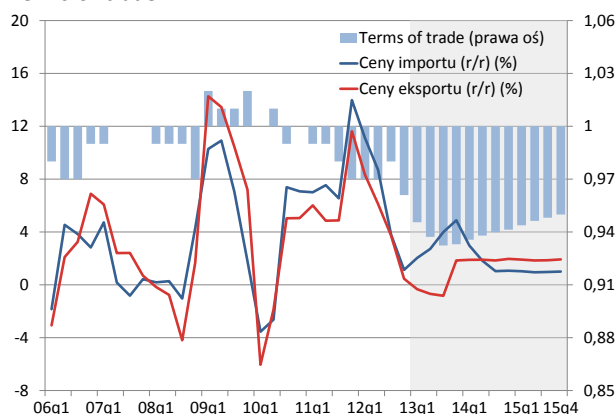
**Wykres 4.18**

Inflacja CPI i bazowa.



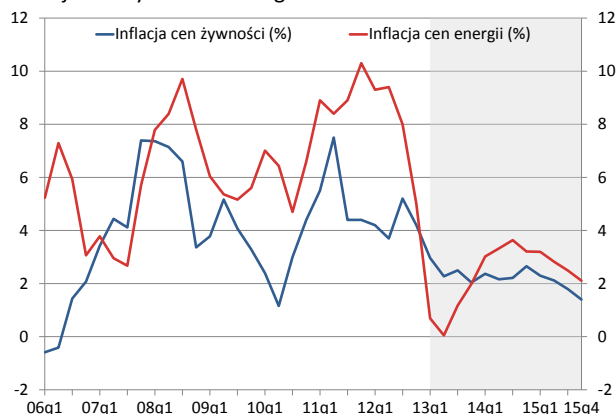
**Wykres 4.19**

Terms-of-trade.



**Wykres 4.20**

Inflacja cen żywności i energii.

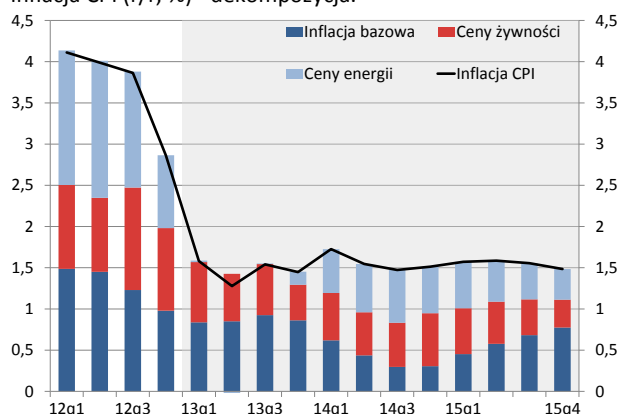


projekcji, będą oddziaływać stopniowo obniżające się ceny ropy naftowej na rynkach światowych oraz stosunkowo niskie tempo wzrostu cen pozostałych surowców energetycznych. W 2013 r. w stopniu umiarkowanym, mniejszym względem wcześniejszych szacunków, wpłynie na krajowe ceny energii wzrost kosztów sektora energetycznego związanych z zakupami uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>. Przyczyną jest spowolnienie w gospodarce Unii Europejskiej i w rezultacie obniżenie się bieżących i prognozowanych cen zakupu uprawnień w ostatnim okresie<sup>96</sup>.

W efekcie powyższych uwarunkowań dynamika CPI w 2013 roku ukształtuje się na poziomie wyraźnie niższym niż w roku ubiegłym (1,6% r/r). Relatywnie niski poziom inflacji w bieżącym roku stanowi wypadkową czynników o charakterze regulacyjnym (obniżka cen gazu, nieznaczny wzrost cen energii) oraz niskiej presji popytowej. W 2014 r., pomimo ustępującego spowolnienia gospodarczego, rozwój sytuacji na rynku pracy ograniczający presję inflacyjną poprzez zmniejszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy, a także obniżka podstawowej stawki VAT, skutkują utrzymaniem się inflacji na niemal niezmiennym poziomie (Wykres 4.21). W 2015 r. z uwagi na obniżenie się inflacji cen żywności i energii oraz stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy i wzrost jednostkowych kosztów pracy, zwiększających inflację bazową, inflacja CPI ukształtuje się na poziomie zbliżonym do lat poprzednich (1,5%). Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP w całym horyzoncie projekcji, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale 1,5%-3,5% w latach 2013-2015 wynosi średnio 48%.

Wykres 4.21

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



<sup>96</sup> Por. *Krótkookresowe skutki makroekonomiczne pakietu energetyczno-klimatycznego w gospodarce Polski*, NBP, 2012. Od momentu publikacji powyższego raportu bieżące i prognozowane ceny uprawnień emisyjnych istotnie zmniejszyły się.

#### 4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Od projekcji listopadowej do *cut-off date* bieżącej rundy prognostycznej, GUS opublikował serię negatywnych danych odnośnie do kształtowania się krajowej koniunktury, w tym zwłaszcza słabsze od oczekiwań szacunki wzrostu PKB za III kw. 2012 r. oraz za cały 2012 r. Szybsze niż zakładano w projekcji listopadowej przekładanie się pogorszenia koniunktury za granicą na gospodarkę krajową oraz rewizja prognoz wzrostu za granicą w bieżącym roku obniżyło prognozowane tempo wzrostu gospodarczego w 2013 r. Od ostatniej projekcji o 100 punktów bazowych zmniejszyła się stopa referencyjna NBP (projekcje sporządzane są przy założeniu stałych stóp procentowych NBP), co zmniejszyło spadek dynamiki PKB w bieżącym roku i wpłynęło na jej wzrost w roku przyszłym (por. Tabela 4.1). W wyniku powyższych uwarunkowań, jak również wobec zmian regulacyjnych wpływających na obniżenie prognoz cen energii, roczna dynamika inflacji w 2013 r. jest w projekcji marcowej niższa o 0,9 pkt proc. w porównaniu z poprzednią rundą prognostyczną, zaś w 2014 r. – nieznacznie wyższa (por. Tabela 4.1).

#### PKB

Na obniżenie prognozowanej dynamiki PKB w 2013 r. pomiędzy projekcjami wpłynęło głównie uwzględnienie niższego od oczekiwań szacunku konsumpcji za III i IV kw. ub.r.<sup>97</sup> (por. Wykres 4.23). Ma to związek z silniejszym od zakładanego w projekcji listopadowej wpływem pogarszającej się sytuacji na rynku pracy na wydatki gospodarstw domowych, przy historycznie niskiej stopie oszczędności oraz zaostrzaniu w ostatnich kwartałach kryteriów udzielania kredytów konsumenckich. Niższy przebieg ścieżki spożycia

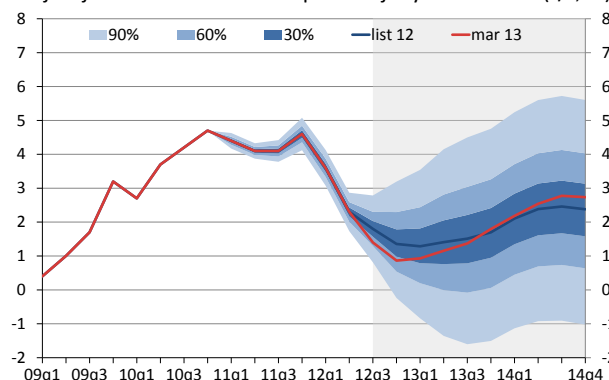
**Tabela 4.1**

Projekcja marcowa na tle listopadowej.

|                              | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------------|------|------|------|
| <b>PKB (r/r, %)</b>          |      |      |      |
| <b>III 2013</b>              | 2,1  | 1,3  | 2,6  |
| <b>XI 2012</b>               | 2,3  | 1,5  | 2,3  |
| <b>Inflacja CPI (r/r, %)</b> |      |      |      |
| <b>III 2013</b>              | 3,7  | 1,6  | 1,6  |
| <b>XI 2012</b>               | 3,8  | 2,5  | 1,5  |

**Wykres 4.22**

Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %).



<sup>97</sup> Szacunek dynamiki PKB oraz jego komponentów w IV kw. ub.r. implikowany jest przez wstępne dane GUS za cały 2012 r., przy założeniu, że dane za I-III kw. ub.r. nie uległy zmianie.

indywidualnego tylko częściowo kompensuje nieco wyższy niż w poprzedniej projekcji wzrost spożycia zbiorowego (wynikający w części ze statystycznego efektu bazy związanego z niższymi od oczekiwań wydatkami m.in. na refundację leków oraz wynagrodzenia w sektorze publicznym w ub.r.). Dodatkowo, bieżąca projekcja wskazuje na nieco wyższy wzrost akumulacji w 2013 r. Lepsze od oczekiwań dane GUS dla tej kategorii za 2012 r. wskazują na możliwość mniejszego niż oczekiwano wcześniej ograniczenia inwestycji przedsiębiorstw w reakcji na niekorzystną koniunkturę w kraju i za granicą.

W 2014 r., przy braku rewizji prognoz wzrostu gospodarczego za granicą, dynamika krajowego PKB kształtuje się powyżej ścieżki z poprzedniej projekcji. W tym horyzoncie obserwowane będą bowiem w pełni efekty cyklu obniżek stóp procentowych z ostatnich miesięcy. W szczególności, niższy koszt pozyskania kapitału, będzie oddziaływał w kierunku szybszego wzrostu konsumpcji i inwestycji. Niewielka deprecjacja złotego będąca efektem zmniejszającego się dysparytetu stóp procentowych, będzie pozytywnie wpływać na konkurencyjność cenową krajowej produkcji. Dodatkowo przesunięcie na późniejsze kwartały części wydatków finansowanych transferami UE z obecnej perspektywy zmniejsza dynamikę PKB w 2013 r., zwiększając ją w przyszłym roku.

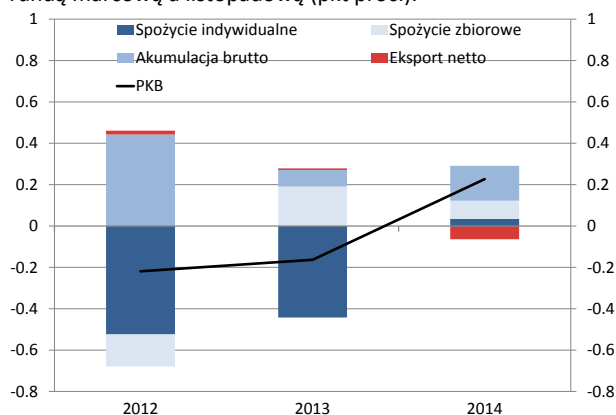
## Inflacja

Przy zbliżonym, pomiędzy projekcjami, przebiegu ścieżek inflacji bazowej i cen żywności, na obniżenie CPI w bieżącej rundzie prognostycznej wpłynęła rewizja prognoz wzrostu cen energii (por. Wykres 4.25).

Brak istotnych zmian oczekiwań dotyczących kształtowania się inflacji bazowej w przyszłości, wynika z wzajemnego znoszenia się efektów niższego wzrostu płac w gospodarce oraz wyższej dynamiki cen importu. Szybszy wzrost cen dóbr

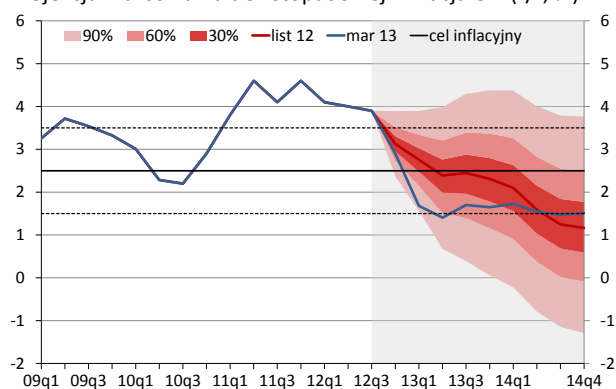
**Wykres 4.23**

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



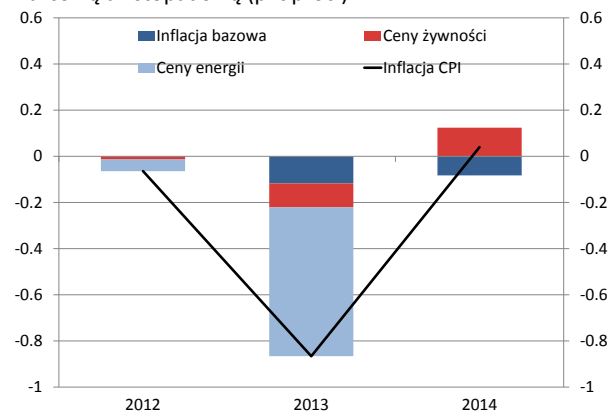
**Wykres 4.24**

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



**Wykres 4.25**

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



importowanych jest efektem osłabienia kursu złotego względem poprzedniej projekcji, co wiąże się z jednej strony z niższymi stopami procentowymi, a z drugiej z wyższą premią za ryzyko kursowe, będącą efektem m.in. pogorszenia perspektyw wzrostu za granicą w krótkim horyzoncie projekcji oraz wyższego poziomu krajowego długu SFP. W kierunku wyższej inflacji bazowej oddziaływać będzie także wzrost podatków i opłat lokalnych, m.in. ze względu na intensyfikację procesu dostosowawczego do wymogów ustawy wprowadzającej nowy sposób zarządzania odpadami komunalnymi<sup>98</sup> oraz pogarszającą się sytuację finansową jednostek samorządu terytorialnego.

Rewizja w dół prognoz cen energii, wyjaśniająca prawie w całości obniżenie ścieżki inflacji w porównaniu z poprzednią rundą prognostyczną, spowodowana jest większą niż oczekiwano obniżką od początku 2013 r. cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych, będącą konsekwencją renegotjacji kontraktu jamalskiego pomiędzy PGNiG a Gazpromem. Ponadto Urząd Regulacji Energetyki zaakceptował nowe stawki energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, których wzrost jest niższy niż założono w poprzedniej projekcji. Przyczyniła się do tego, poza innymi czynnikami, rewizja w dół ścieżki bieżących i prognozowanych cen uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> ze względu na pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro w 2013 r. Czynnikiem przemawiającym za niższą stopą inflacji CPI jest także spadek prognozowanych cen paliw będący skutkiem nieco niższych prognoz cen ropy naftowej na rynkach światowych, co jest skutkiem niższego tempa wzrostu w gospodarce światowej.

---

<sup>98</sup> Ustawa z 1 lipca 2011 r. o zmianie ustawy o utrzymaniu czystości i porządku w gminach oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. Nr 152, poz. 897).

### 4.5. Źródła niepewności projekcji

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans czynników ryzyka rozkłada się symetrycznie względem ścieżki centralnej projekcji dla PKB. Dla inflacji, w średnim okresie, ryzyko ukształtowania się powyżej ścieżki centralnej jest nieznacznie wyższe, ze względu na możliwe dostosowania ze strony polityki fiskalnej mające na celu wypełnienie reguł fiskalnych – w szczególności ze względu na możliwe utrzymanie w 2014 r. podwyższonej stawki VAT (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności projekcji przedstawiono poniżej.

**Tabela 4.2**

Prawdopodobieństwo że inflacja będzie:

|             | poniżej<br>1,5% | poniżej<br>2,50% | poniżej<br>3,50% | poniżej<br>projekcji<br>centralnej | w<br>przedziale<br>(1,5-3,5%) |
|-------------|-----------------|------------------|------------------|------------------------------------|-------------------------------|
| <b>13q1</b> | 0,33            | 0,97             | 1,00             | 0,50                               | 0,67                          |
| <b>13q2</b> | 0,55            | 0,95             | 1,00             | 0,50                               | 0,45                          |
| <b>13q3</b> | 0,41            | 0,79             | 0,97             | 0,49                               | 0,56                          |
| <b>13q4</b> | 0,43            | 0,77             | 0,95             | 0,49                               | 0,51                          |
| <b>14q1</b> | 0,40            | 0,71             | 0,91             | 0,47                               | 0,51                          |
| <b>14q2</b> | 0,45            | 0,73             | 0,91             | 0,46                               | 0,46                          |
| <b>14q3</b> | 0,47            | 0,74             | 0,91             | 0,46                               | 0,44                          |
| <b>14q4</b> | 0,46            | 0,73             | 0,90             | 0,47                               | 0,44                          |
| <b>15q1</b> | 0,47            | 0,73             | 0,90             | 0,49                               | 0,43                          |
| <b>15q2</b> | 0,47            | 0,73             | 0,90             | 0,50                               | 0,43                          |
| <b>15q3</b> | 0,49            | 0,74             | 0,90             | 0,50                               | 0,41                          |
| <b>15q4</b> | 0,51            | 0,75             | 0,91             | 0,51                               | 0,40                          |

### Otoczenie zewnętrzne i kurs walutowy

Otoczenie zewnętrzne, a w szczególności długość trwania recesji w strefie euro oraz skala późniejszego ożywienia, nadal pozostaje najważniejszym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB. Bieżące dane ze strefy euro wskazują na nieco gorsze od oczekiwanych perspektywy wzrostu gospodarczego i odsunięcie w czasie spodziewanego ożywienia. Z drugiej strony, poprawie uległy nastroje na światowych rynkach finansowych, na co miały wpływ działania banków centralnych, w szczególności program OMT ogłoszony przez EBC. Czynnikiem łagodzącym – z punktu widzenia krajowego wzrostu gospodarczego – niekorzystne następstwa możliwego pogłębienia recesji w strefie euro może być osłabienie złotego, co miało miejsce podczas światowego kryzysu finansowego na przełomie 2008 i 2009 r. Jednocześnie jednak, słabszy kurs krajowej waluty ograniczałby, wynikający z pogłębienia negatywnego szoku popytowego, spadek inflacji.

### Polityka fiskalna i regulacyjna

Polityka fiskalna i regulacyjna może być istotnym czynnikiem niepewności dla przyszłej inflacji i PKB, zwłaszcza w długim horyzoncie projekcji. Celem prowadzonych w latach 2011-2012 działań zwiększających wpływy i ograniczających wydatki sektora finansów publicznych, była z jednej strony redukcja deficytu w 2012 r. do poziomu dopuszczalnego przez unijne reguły fiskalne, co umożliwiłoby zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu, z drugiej natomiast, utrzymanie zadłużenia finansów publicznych poniżej II progu ostrożnościowego zapisanego w *Ustawie o finansach publicznych*. Ze względu na oczekiwane spowolnienie gospodarcze, utrzymanie deficytu finansów publicznych na poziomie zapewniającym spełnienie krajowych i europejskich reguł fiskalnych, może wymagać podjęcia dodatkowych działań dostosowawczych w horyzoncie projekcji, np. wycofanie się z, uwzględnionego w projekcji, powrotu podstawowej stawki VAT do 22% w 2014 r. Istotnym źródłem niepewności jest także stopień absorpcji funduszy unijnych w najbliższych latach oraz tempo wykorzystania środków w ramach perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020.

### Popyt wewnętrzny

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest reakcja gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw na rozwój sytuacji za granicą i zacieśnienie fiskalne. Odzwierciedlone w mniejszym deficycie SFP skutki zacieśnienia fiskalnego prawdopodobnie wpłyną pozytywnie na ocenę wiarygodności kredytowej Polski, choć jednocześnie ocena ta jest w dużej mierze determinowana przez krótkookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego, osłabianego przez konsolidację fiskalną. Ponadto korzystny rozwój sytuacji w kraju i za granicą może przyczynić się do poprawy postrzegania

Polski w oczach inwestorów zagranicznych i przełożyć się na większy napływ kapitału, w tym inwestycji bezpośrednich. Z drugiej strony przedłużająca się recesja w strefie euro, przy niskiej bieżącej stopie oszczędności i utrudnionym dostępie do kredytu, może być przyczyną utrzymania przez długi okres niskiej dynamiki krajowej konsumpcji i inwestycji.

### **Ceny żywności i energii w Polsce**

Źródłem niepewności projekcji jest trudny do przewidzenia wpływ polityki regulacyjnej oraz sytuacji na światowym rynku surowcowym na kształtowanie się krajowych cen energii i żywności. Znaczną niepewność w tym względzie rodzi trudny do oszacowania wpływ przyszłej polityki Unii Europejskiej w zakresie ochrony środowiska, co szczególnie dotyczy wprowadzanego Pakietu Energetyczno-Klimatycznego nakierowanego na ograniczenie emisji CO<sub>2</sub>. W szczególności, trudne do przewidzenia są przyszłe ceny uprawnień do emisji CO<sub>2</sub>, które będą uzależnione zarówno od popytu na te uprawnienia, a więc od aktywności gospodarczej krajów UE, jak i możliwego ograniczenia liczby uprawnień. Niepewność zwiększa również brak precyzyjnych zapisów dotyczących wykorzystania dochodów ze sprzedaży uprawnień oraz wielkości inwestycji w technologie niskoemisyjne i odnawialne źródła energii. Istotnym źródłem niepewności pozostają działania regulacyjne na rynku żywności, energii (pakiet ustaw energetycznych Ministerstwa Gospodarki) oraz przyszła polityka taryfowa URE. Sytuacja na światowym rynku surowców rolnych i energetycznych pozostaje pod wpływem niepewności dotyczącej perspektyw wzrostu gospodarczego największych gospodarek świata. Dodatkowy wpływ na ceny surowców rolnych wywierać będą tradycyjnie warunki agrometeorologiczne, natomiast ceny surowców energetycznych, w szczególności ropy naftowej, będą zależeć od skali zakłóceń podaży w krajach

nienależących do OPEC oraz wielkości produkcji ze źróź niekonwencjonalnych w Stanach Zjednoczonych.

**Tabela 4.3**

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

|                                                                            | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)</b>                                 | 4,3  | 3,7  | 1,6  | 1,6  | 1,5  |
| Ceny żywności (% r/r)                                                      | 5,4  | 4,3  | 2,4  | 2,3  | 1,9  |
| Ceny energii (% r/r)                                                       | 9,1  | 7,9  | 1,0  | 3,3  | 2,7  |
| Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r) | 2,4  | 2,2  | 1,5  | 0,7  | 1,1  |
| <b>PKB (% r/r)</b>                                                         | 4,3  | 2,0  | 1,3  | 2,6  | 3,1  |
| Popyt krajowy (% r/r)                                                      | 3,4  | 0,1  | 0,0  | 2,2  | 3,3  |
| Spożycie indywidualne (% r/r)                                              | 2,6  | 0,5  | 0,5  | 2,1  | 2,7  |
| Spożycie zbiorowe (% r/r)                                                  | -1,5 | 0,1  | 1,8  | 2,1  | 2,5  |
| Nakłady inwestycyjne (% r/r)                                               | 9,0  | 0,6  | -3,8 | 1,9  | 4,6  |
| Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)                                       | 0,9  | 1,8  | 1,3  | 0,5  | -0,1 |
| Eksport (% r/r)                                                            | 7,7  | 1,9  | 1,8  | 3,9  | 4,9  |
| Import (% r/r)                                                             | 5,5  | -2,0 | -1,2 | 3,0  | 5,5  |
| <b>Płace brutto (% r/r)</b>                                                | 5,2  | 3,7  | 3,0  | 3,6  | 4,3  |
| <b>Liczba pracujących (% r/r)</b>                                          | 0,6  | 0,1  | -1,1 | -1,1 | -0,2 |
| <b>Stopa bezrobocia (%)</b>                                                | 9,6  | 10,1 | 11,1 | 12,1 | 12,4 |
| <b>NAWRU (%)</b>                                                           | 9,5  | 9,9  | 10,2 | 10,5 | 10,8 |
| <b>Stopa aktywności zawodowej (%)</b>                                      | 55,5 | 55,9 | 56,0 | 56,0 | 56,0 |
| <b>Wydajność pracy (% r/r)</b>                                             | 3,7  | 2,0  | 2,4  | 3,7  | 3,3  |
| <b>Jednostkowe koszty pracy (% r/r)</b>                                    | 1,5  | 2,7  | 1,0  | -0,1 | 0,9  |
| <b>Produkt potencjalny (% r/r)</b>                                         | 3,3  | 2,9  | 2,8  | 2,8  | 2,8  |
| <b>Luka popytowa (% PKB potencjalnego)</b>                                 | 0,6  | -0,2 | -1,6 | -1,8 | -1,5 |
| <b>Indeks cen surowców rolnych (USD; 2010=1,00)</b>                        | 1,18 | 1,13 | 1,09 | 1,08 | 1,05 |
| <b>Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2010=1,00)</b>                 | 1,33 | 1,16 | 1,16 | 1,20 | 1,22 |
| <b>Poziom cen za granicą (% r/r)</b>                                       | 1,0  | 1,3  | 1,4  | 1,7  | 1,8  |
| <b>PKB za granicą (% r/r)</b>                                              | 1,9  | 0,0  | 0,1  | 1,3  | 1,5  |
| <b>Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)</b>            | -2,9 | -1,4 | -1,2 | -0,9 | -0,8 |
| <b>WIBOR 3M (%)</b>                                                        | 4,54 | 4,91 | 3,96 | 3,95 | 3,95 |

**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 2012 R. - STYCZEŃ 2013 R.

- **Data:** 3 października 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** A. Bratkowski  
E. Chojna-Duch

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

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**• Data: 3 października 2012 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**• Data: 7 listopada 2012 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

**• Data: 7 listopada 2012 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większość głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

- **Data:** 7 listopada 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 8/2012 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Rzońca

J. Winiński

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** Z. Gilowska

A. Glapiński

A. Kaźmierczak

- **Data:** 20 listopada 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 9/2012 zmieniająca uchwałę w sprawie zasad stosowania przez Narodowy Bank Polski transakcji walutowych typu swap.

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiński

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:**

**• Data: 4 grudnia 2012 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 10/2012 w sprawie oprocentowania kredytu krótkoterminowego udzielanego Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu oraz oprocentowania kredytu na zasilenie albo uzupełnienie funduszu stabilizacyjnego udzielanego Krajowej Spółdzielczej Kasie Oszczędnościowo-Kredytowej przez Narodowy Bank Polski.

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska i J. Winiński byli nieobecni.

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

Uchwała nr 11/2012 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2013.

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiński

A. Zielińska-Głębocka

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

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 150 punktów bazowych.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Za:** A. Bratkowski  
E. Chojna-Duch

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

• **Data:** 5 grudnia 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Za:** A. Bratkowski  
E. Chojna-Duch  
Z. Gilowska  
A. Glapiński

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

• **Data:** 5 grudnia 2012 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większość głosów.

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

**Przeciw:**

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

Uchwała nr 12/2012 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:****• Data: 9 stycznia 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 125 punktów bazowych.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Za:** A. Bratkowski**Przeciw:** M. Belka

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**• Data:** 9 stycznia 2013 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Za:** A. Bratkowski  
E. Chojna-Duch

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

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**• Data:** 9 stycznia 2013 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

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

**Decyzja RPP:**

Wniosek uzyskał większości głosów.

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

**Przeciw:**

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

- **Data:** 9 stycznia 2013 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 1/2013 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

**Decyzja RPP:**

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

**Przeciw:**