

Raport o inflacji październik 2009

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, październik 2009

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

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie	9
1.2 Procesy inflacyjne za granicą	11
1.3 Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą	12
1.4 Światowe rynki surowców	14
2 Gospodarka krajowa	15
2.1 Procesy inflacyjne	15
2.1.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	15
2.1.2 Ceny produkcji sprzedanej	17
2.1.3 Ceny importu	17
2.1.4 Oczekiwanie inflacyjne	18
2.2 Popyt i produkcja	18
2.2.1 Popyt konsumpcyjny	19
2.2.2 Popyt inwestycyjny	21
2.2.3 Popyt sektora finansów publicznych	23
2.2.4 Eksport i import	25
2.2.5 Produkcja	26
2.3 Rynek pracy	27
2.4 Rynki finansowe	31
2.4.1 Ceny aktywów i stopy procentowe	31
2.4.2 Kurs walutowy	33
2.5 Kredyt i pieniądz	34
2.6 Bilans obrotów bieżących i kapitałowych	39
3 Polityka pieniężna w okresie czerwiec–październik 2009 r.	41
4 Projekcja inflacji i PKB	59
Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od maja do sierpnia 2009 r.	71

Synteza

Po spadku w dwóch poprzednich kwartałach, w II kw. 2009 r. nastąpił wzrost aktywności w gospodarce światowej, czemu sprzyjały działania antykryzysowe wielu rządów i banków centralnych. Poprawę aktywności gospodarczej odnotowano zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i rozwijających się, choć w większości z nich dynamika PKB pozostaje niska. Dane napływające w ostatnim okresie wskazują na dalszą stopniową poprawę sytuacji w gospodarce światowej w III kw. br. Niskiej aktywności gospodarczej na świecie w II kw. br. towarzyszył spadek ogólnego poziomu cen konsumpcyjnych w gospodarkach rozwiniętych oraz dalsze ograniczenie inflacji w gospodarkach rozwijających się. Jednocześnie wskaźniki inflacji bazowej w największych gospodarkach pozostają dodatnie, choć w ostatnich miesiącach nastąpił ich dalszy spadek.

Sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych uległa w ostatnim okresie pewnej stabilizacji, a rozwój globalnego kryzysu finansowego został zahamowany. Główne rynkowe miary ryzyka powróciły do poziomów zbliżonych do obserwowanych przed upadkiem banku Lehman Brothers. Wskutek spadku awersji inwestorów do ryzyka na światowych giełdach miały miejsce silne wzrosty indeksów, natomiast rentowności obligacji rządowych krajów rozwiniętych pozostały stabilne. Główne banki centralne nadal prowadziły akomodacyjną politykę pieniężną, a na rynku pieniężnym nastąpił istotny spadek ryzyka płynnościowego i kredytowego.

Od marca 2009 r., wraz ze stopniowym zmniejszaniem się awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych i sygnałami możliwej poprawy perspektyw wzrostu w gospodarce światowej, cena ropy wykazywała tendencję wzrostową. Z kolei ceny surowców rolnych – po silnym wzroście obserwowanym od I kw. 2007 r. do III kw. 2008 r. i gwałtownym spadku w IV kw. ub.r. – w 2009 r. ustabilizowały się na relatywnie niskim poziomie, do czego przyczyniło się osłabienie popytu związane z globalną recesją oraz korzystne warunki podaży w bieżącym roku.

W okresie czerwiec–sierpień 2009 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce utrzymywało się w przedziale 3,5%–3,7%, tj. nieznacznie powyżej górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego NBP, po czym we wrześniu obniżyło się do 3,4% r/r. Do utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie przyczyniły się w znacznym stopniu dotychczasowe podwyżki cen regulowanych, a także wzrost cen wyrobów tytoniowych i wysoka dynamika cen napojów alkoholowych, będące efektem podwyżek stawek akcyzy. W kierunku utrzymania podwyższonej inflacji oddziaływało również silne osłabienie złoto w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r. Z drugiej strony inflacja była ograniczana przez dalszy spadek cen paliw oraz niższe ceny gazu ziemnego dla gospodarstw domowych.

Większość miar inflacji bazowej w okresie czerwiec–wrzesień br. nieznacznie się obniżyła, utrzymując się jednak na stosunkowo wysokim poziomie. Wskazuje to, że spadek

presji inflacyjnej związanej z dotychczasowym osłabieniem popytu nie w pełni zneutralizował wzrost cen regulowanych, stawek akcyzy i efekty wcześniejszej deprecjacji kursu walutowego.

W III kw. 2009 r. dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) obniżyła się do 2,2% r/r (wobec 4,2% r/r w II kw. br.), co było w znacznym stopniu efektem ujemnej rocznej dynamiki cen w *przetwórstwie przemysłowym*. W dwóch pierwszych miesiącach III kw. 2009 r. dynamika cen producenta na rynku krajowym była niższa niż w poprzednim kwartale. Utrzymała się natomiast wysoka dynamika cen producenta dla dóbr eksportowanych, co wynikało w znacznym stopniu z wcześniejszej silnej deprecjacji złotego.

W I kw. 2009 r. skutek wzrostu cen surowców, w tym ropy naftowej, oraz silnej deprecjacji złotego ceny importu wyrażone w złotych wyraźnie wzrosły, a w II kw. br. – w związku z aprecjacją złotego – nieznacznie się obniżyły. W ujęciu rocznym ceny importu wzrosły o 12,4% i 13,0% odpowiednio w I i II kw. br., wobec wzrostu o 4,1% w IV kw. 2008 r.

Od publikacji ostatniego *Raportu* prognozy inflacji CPI analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy pozostawały względnie stabilne, kształtując się na poziomie nieznacznie niższym lub równym celowi inflacyjnemu NBP. Natomiast zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych w horyzoncie 12 miesięcy, po wzroście w maju i czerwcu br. do 3,8%, obniżyła się do 3,4% we wrześniu i październiku br.

W II kw. 2009 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł o 1,1% r/r (wobec 0,8% r/r w I kw. br.). Spożycie indywidualne, mimo osłabienia tempa wzrostu w stosunku do poprzedniego kwartału, miało dodatni wkład do dynamiki PKB. Jednocześnie niska aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw oraz dokonane przez nie redukcje zapasów, będące reakcją na spowolnienie gospodarcze, sprawiły, że wkłady nakładów brutto na środki trwałe oraz zmiany stanu zapasów do wzrostu PKB były ujemne. W rezultacie popyt krajowy w II kw. br. obniżył się, a głównym czynnikiem wzrostu PKB stał się eksport netto.

Oslabienie tempa wzrostu spożycia indywidualnego w II kw. 2009 r. było w znacznym stopniu efektem spadku dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych. Spadek ten wynikał z jednej strony ze spowolnienia wzrostu przeciętnych nominalnych wynagrodzeń i zmniejszenia zatrudnienia, a z drugiej – z utrzymywania się podwyższonej inflacji. Do osłabienia popytu konsumpcyjnego przyczyniał się także wyraźnie wolniejszy niż przed rokiem wzrost kredytów konsumpcyjnych. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast relatywnie szybki wzrost dochodów ze świadczeń społecznych. Badania nastrojów gospodarstw domowych w III kw. br. mogą jednak sygnalizować odwrócenie się niekorzystnych tendencji w koniunkturze konsumenckiej.

W II kw. 2009 r. nakłady brutto na środki trwałe spadły o 3,0% r/r. Spadek inwestycji obserwowany był w sektorze przedsiębiorstw oraz w budownictwie mieszkaniowym. Jednocześnie odnotowano wzrost nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych, które częściowo rekompensowały spadki nakładów inwestycyjnych sektora prywatnego. Wyniki badań koniunktury NBP wskazują, że w III kw. br. przedsiębiorstwa nadal przejawiały niewielkie – choć nieco większe niż w poprzednich kwartałach b.r. – zainteresowanie rozpoczynaniem nowych przedsięwzięć inwestycyjnych.

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów, w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy 2009 r. dochody ogółem budżetu państwa wzrosły o 5,2% r/r. Przyczynił się do tego bardzo wysoki wzrost dochodów z Unii Europejskiej, podczas gdy dochody podatkowe były niższe niż w analogicznym okresie ub.r. Z kolei wydatki budżetu państwa wzrosły w tym

okresie o 13,9% r/r. W rezultacie budżet państwa w okresie styczeń–wrzesień br. odnotował deficyt w wysokości 21,5 mld zł, co stanowi 79,0% planu rocznego po nowelizacji *Ustawy budżetowej na rok 2009*. Ponadto w II kw. 2009 r. zaobserwowano wyraźne pogorszenie sytuacji dochodowej jednostek samorządu terytorialnego oraz funduszy celowych. Wskutek wzrostu deficytu budżetu państwa oraz deficytów innych jednostek sektora finansów publicznych, w 2009 r. nastąpi znaczne pogorszenie salda sektora finansów publicznych w ujęciu ESA'95 w stosunku do 2008 r, co będzie prowadzić do wzrostu długu publicznego.

W warunkach niskiej aktywności za granicą oraz spowolnienia gospodarczego w kraju, w II kw. br. pogłębił się silny spadek importu oraz – w mniejszym stopniu – eksportu. Ze względu na wcześniejszą znaczną deprecjację złotego oraz strukturę polskiego handlu zagranicznego spadek importu był większy niż spadek eksportu, czego efektem był znaczący dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

Wzrost wartości dodanej brutto w II kw. br. wynikał głównie z jej wzrostu w sektorze usług rynkowych oraz – w mniejszym stopniu – w sektorze budownictwa. Ujemny wkład do wzrostu wartości dodanej odnotowano w przypadku przemysłu, gdzie nastąpił znaczny spadek produkcji w ujęciu rocznym.

Niska aktywność gospodarcza przekłada się na sytuację na rynku pracy, na co wskazują m.in. wzrost stopy bezrobocia, spadek zatrudnienia oraz ograniczenie dynamiki wynagrodzeń. Osłabienie tempa wzrostu wynagrodzeń przy jednoczesnym wzroście wydajności pracy doprowadziło do ograniczenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w II kw. br.

Po dokonanej w czerwcu br. obniżce stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych, w tym stopy referencyjnej do 3,50%, w kolejnych miesiącach Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W ślad za obniżką stóp procentowych NBP w czerwcu br. obniżyły się stopy rynku międzybankowego, natomiast premia płynnościowa, mierzona spreadem WIBOR–OIS, utrzymuje się na podwyższonym poziomie, choć jest wyraźnie niższa niż na przełomie 2008 i 2009 r. Rentowności polskich obligacji skarbowych nieznacznie się zmniejszyły. Istotnie wzrosły natomiast ceny akcji. W II kw. 2009 r. ceny mieszkań – w zależności od segmentu rynku – były stabilne lub wykazywały niewielką tendencję spadkową. Od publikacji ostatniego *Raportu* nastąpiło znaczne umocnienie nominalnego kursu złotego.

Ze względu na utrzymującą się dekonjunkturę i negatywną ocenę perspektyw zbytu przez przedsiębiorstwa, a także dalsze zaostrzenie przez banki polityki kredytowej, od kwietnia 2009 r. utrzymywała się spadkowa tendencja kredytów dla przedsiębiorstw. Natomiast w sektorze gospodarstw domowych kredyty nadal rosną, choć znacznie wolniej niż w poprzednich latach, przy czym spadek dynamiki kredytów mieszkaniowych jest zdecydowanie większy niż kredytów konsumpcyjnych. W opinii banków najważniejszą przyczyną ograniczenia podaży kredytów są niepewne perspektywy gospodarcze, zwiększające ryzyko związane zarówno z udzielaniem nowych kredytów, jak i pogorszeniem się jakości portfela kredytów już udzielonych. Spowolnienie akcji kredytowej jest odzwierciedlone w obniżeniu tempa wzrostu szerokiego pieniądza M3.

W II kw. 2009 r. nastąpiła dalsza poprawa salda na rachunku obrotów bieżących – w ujęciu czterech kolejnych kwartałów deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB obniżył się do 2,9% (wobec 4,0% w I kw. br.). Poprawa salda na rachunku obrotów bieżących była związana głównie z dalszym ograniczeniem deficytu obrotów towarowych w wyniku znacznie głębszego spadku importu niż eksportu.

Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej (ang. minutes) w czerwcu, lipcu, sierpniu i wrześniu 2009 r. wraz z Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w październiku br. umieszczone są w rozdziale "Polityka pieniężna w okresie czerwiec–październik 2009 r." Opis dyskusji na październikowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 19 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym Raporcie.

W rozdziale 4. *Raportu* przedstawiono przygotowaną przez analityków NBP projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych prognozowana inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się w przedziale 3,3–3,5% w 2009 r. (wobec 2,8–3,5% w projekcji czerwcowej), 0,8–2,2% w 2010 r. (wobec 1,1–3,2%) oraz 1,1–3,2% w 2011 r. (wobec 0,8–3,4%). Roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z październikową projekcją znajdzie się natomiast z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,1–1,5% w 2009 r. (wobec -0,4–1,1% w czerwcowej projekcji), 0,8–2,8% w 2010 r. (wobec 0,2–2,5%) oraz 2,2–4,2% w 2011 r. (wobec 2,4–4,5%).

Rozdział 1

Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki

1.1 Aktywność gospodarcza na świecie

Po spadku w dwóch poprzednich kwartałach, w II kw. 2009 r. nastąpił wzrost aktywności w gospodarce światowej, czemu sprzyjały działania antykryzysowe wielu rządów i banków centralnych¹. Ostatnie informacje, w tym dane o PKB w II kw. 2009 r., wskazują na poprawę aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Japonii, choć aktywność ta nadal utrzymuje się na niskim poziomie, a także na osłabienie zjawisk recesyjnych w Wielkiej Brytanii (Wykres 1.1). W III kw. br. ponownie przyspieszył wzrost PKB w Chinach. Ponadto w II kw. br. nieznacznie zwiększył się wzrost PKB w Indiach (Wykres 1.2), a w innych azjatyckich gospodarkach wschodzących PKB w ujęciu kwartalnym wzrósł znacząco po spadku w poprzednim kwartale.

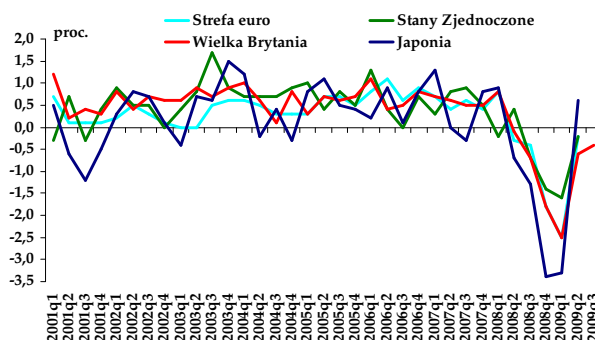
Po silnych spadkach w dwóch poprzednich kwartałach, w II kw. br. nastąpiła także stabilizacja obrotów handlu światowego. Ponadto wskaźniki koniunktury wskazują na dalszą poprawę sytuacji w gospodarce światowej w III kw. br.² Zahamowaniu zjawisk recesyjnych w gospodarce

¹Według szacunków MFW z października br. PKB w gospodarce światowej wzrósł w II kw. br. o 3% kw/kw (po zannualizowaniu) wobec spadku odpowiednio o 6,25% w I kw. br.

²Wskaźnik aktywności (JPMorgan Global All-Industry Output Index) oraz wskaźnik nowych zamówień przemysłu gospodarki światowej (Global All-Industry New Orders Index) wzrosły ponownie we wrześniu br. po wzroście w

□ Wykres 1.1:

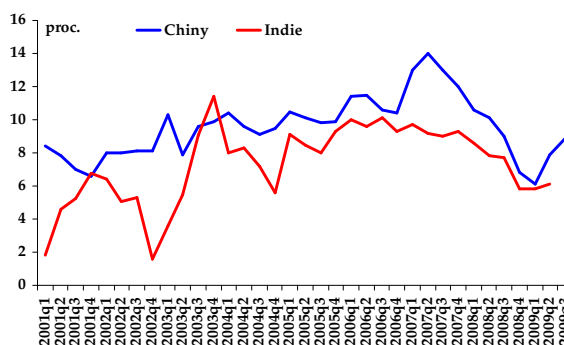
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat, MFW (wyrównane sezonowo).

□ Wykres 1.2:

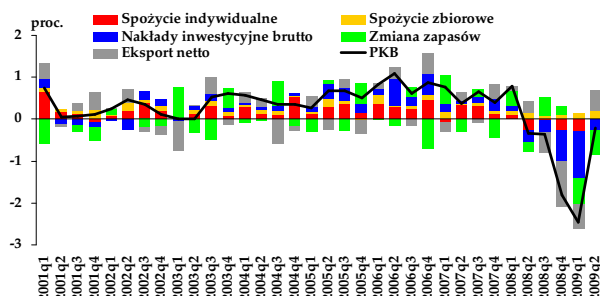
Wzrost gospodarczy w Chinach i Indiach (r/r).



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 1.3:

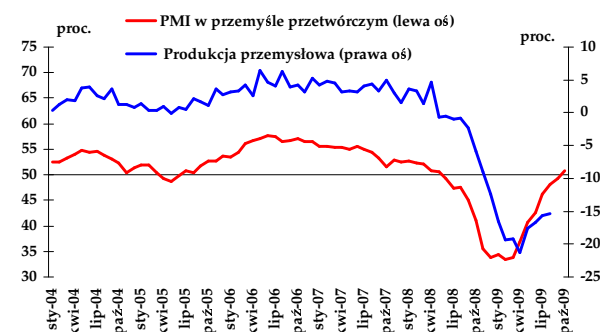
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.4:

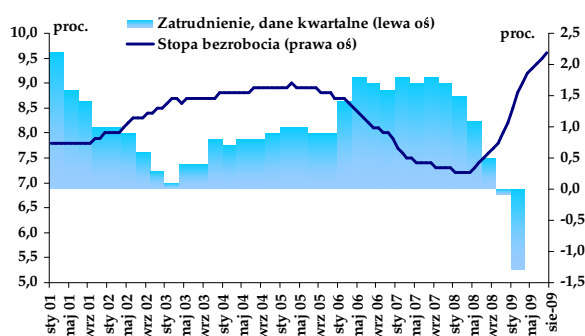
Produkcja przemysłowa (r/r) i wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

Wykres 1.5:

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



Źródło: Dane Eurostat.

światowej w II kw. br. towarzyszyło podniesienie prognoz wzrostu na lata 2009–2010 r.³

PKB w Stanach Zjednoczonych obniżył się w II kw. br. po raz czwarty z kolei (o 0,2% kw/kw), jednak skala spadku była znacznie mniejsza niż w poprzednich dwóch kwartałach (Wykres 1.1). Ponadto dane makroekonomiczne napływające w ostatnich miesiącach wskazują na wzrost aktywności w większości sektorów amerykańskiej gospodarki w III kw. br.

Po silnych spadkach w dwóch poprzednich kwartałach, w II kw. br. PKB strefy euro obniżył się jedynie nieznacznie (o 0,2% kw/kw wobec 2,5% kw/kw w I kw. br., Wykres 1.3), a w dwóch największych gospodarkach tego regionu, będących najważniejszymi odbiorcami polskiego eksportu, Niemczech i Francji, nastąpił jego niewielki wzrost (o 0,3% kw/kw)⁴.

Silny popyt ze strony państw azjatyckich przełożył się na znaczące zmniejszenie spadku eksportu strefy euro. W analizowanym okresie ograniczony został także – choć w mniejszym stopniu – spadek importu. W rezultacie eksport netto miał w II kw. br. dodatni wkład do wzrostu PKB strefy euro (wobec ujemnego wkładu w poprzednim kwartale). W okresie tym utrzymał się wzrost spożycia publicznego, a także nieznacznie wzrosły wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych. W dalszym ciągu obniżały się natomiast inwestycje prywatne, choć skala ich spadku zmniejszyła się. Podobnie jak w poprzednim kwartale, znaczący ujemny wkład do wzrostu PKB strefy euro miało ograniczanie zapasów.

W III kw. br. aktywność gospodarcza w strefie euro kształtowała się na niskim poziomie, na co wskazuje m.in. utrzymujący się spadek sprzedaży detalicznej. W ostatnim okresie nadal pogar-

poprzednim miesiącu do najwyższego poziomu od grudnia 2007 r., drugi miesiąc z kolei przekraczając poziom 50 pkt., co wskazuje na przejście do fazy ożywienia w światowym przemyśle.

³Prognozy MFW z października br. wskazują, że światowy PKB może obniżyć się w 2009 r. o 1,1% r/r, a następnie zwiększyć się o 3,1% r/r w 2010 r. wobec prognozowanego w kwietniu br. odpowiednio spadku o 1,3% r/r i wzrostu o 1,9% r/r.

⁴W ujęciu rocznym dynamika PKB strefy euro w II kw. br. była jednak nadal bardzo niska (-4,8% r/r wobec -4,9% w I kw. br.).

szła się sytuacja na rynku pracy w strefie euro (Wykres 1.5). W kierunku utrzymania niskiej aktywności w gospodarce strefy euro oddziaływały w dalszym ciągu także zaostrzone warunki kredytowe. Z drugiej strony utrzymał się wzrost produkcji przemysłowej (w ujęciu m/m, po odsezonowaniu) oraz kontynuowana była poprawa wskaźników koniunktury w przemyśle (Wykres 1.4). Poprawiły się także nastroje konsumentów.

Wśród krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej w II kw. br. zahamowanie tendencji recesyjnych nastąpiło na Słowacji oraz w Czechach, w których PKB w ujęciu kwartalnym wzrósł w II kw. br. odpowiednio o 2,2% oraz 0,1% po silnym spadku w poprzednim kwartale. W pozostałych krajach regionu z wyjątkiem Polski (tj. na Węgrzech i w krajach bałtyckich) w II kw. br. utrzymał się spadek PKB, choć w ujęciu kwartalnym jego skala była mniejsza niż w poprzednim kwartale (Wykres 1.6). W kierunku wzrostu aktywności w tych krajach oddziaływała poprawa popytu zewnętrznego, nadal osłabiał się natomiast popyt krajowy.

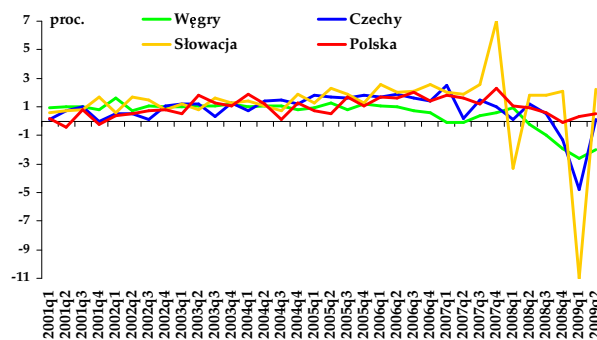
1.2 Procesy inflacyjne za granicą

W II kw. 2009 r. niskiej aktywności w gospodarce światowej towarzyszył spadek ogólnego poziomu cen towarów i usług konsumpcyjnych w gospodarkach rozwiniętych oraz dalsze ograniczenie inflacji w gospodarkach rozwijających się. Do spadku inflacji w gospodarce światowej przyczynił się także ujemny efekt bazy związany ze znaczącym wzrostem cen surowców energetycznych w okresie do lipca 2008 r. (Wykres 1.7). Stopniowe wygasanie tego efektu związane z silnym obniżeniem się cen surowców na rynkach światowych w II poł. 2008 r. i ich stopniowego wzrostu w 2009 r., przełożyło się z kolei na niewielki wzrost inflacji w gospodarce światowej i zahamowanie spadku cen w gospodarkach rozwiniętych w sierpniu br.

W okresie czerwiec–wrzesień br. utrzymał się spadek ogólnego poziomu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych. W tym okresie deflacja miała miejsce także w strefie euro. Jednocześnie wskaźniki inflacji bazowej

□ Wykres 1.6:

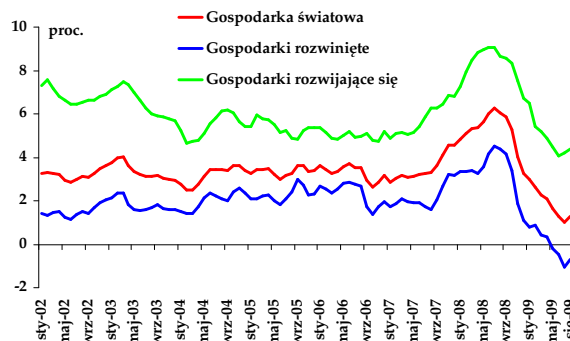
Wzrost gospodarczy w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

□ Wykres 1.7:

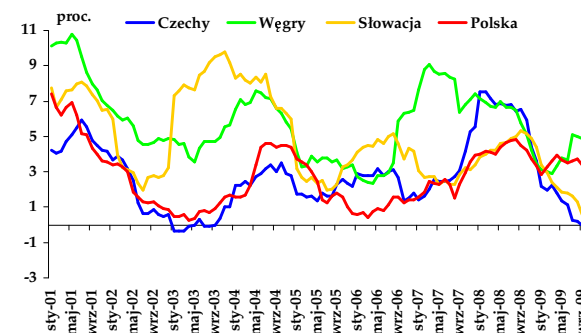
CPI w gospodarce światowej (r/r).



Źródło: Dane MFW.

□ Wykres 1.8:

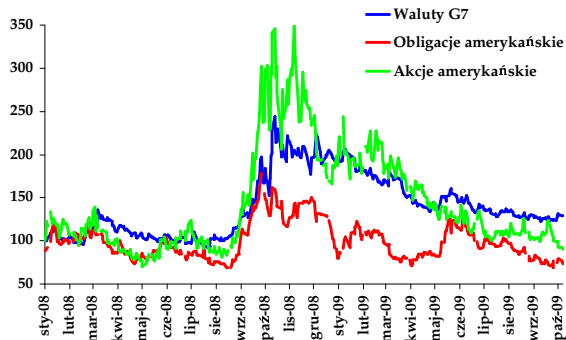
CPI w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r).



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

Wykres 1.9:

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

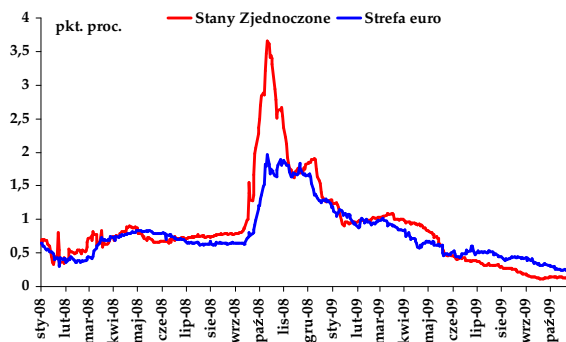


Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Wykres 1.10:

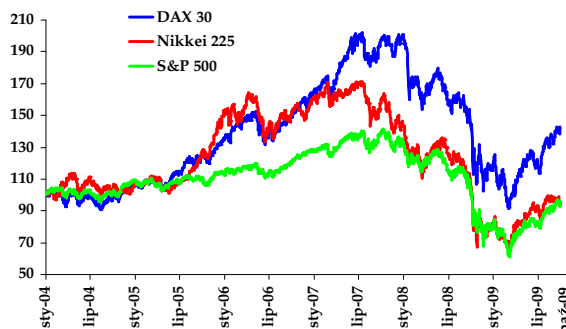
Poziom ryzyka płynnościowego i kredytowego na międzynarodowym rynku pieniężnym (spread pomiędzy 3-miesięczną stopą LIBOR i 3-miesięczną stawką OIS w Stanach Zjednoczonych i strefie euro).



Źródło: Dane Reuters, obliczenia NBP.

Wykres 1.11:

Poziom indeksów giełdowych w Stanach Zjednoczonych (S&P 500), Niemczech (DAX 30) i Japonii (Nikkei 225). Indeks: styczeń 2004 r. = 100.



Źródło: Dane Reuters Ecowin, obliczenia NBP.

w tych gospodarkach pozostają dodatnie, choć w ostatnich miesiącach nastąpił ich dalszy spadek (do 1,5% r/r w Stanach Zjednoczonych oraz 1,2% r/r w strefie euro we wrześniu br.).

Znaczące osłabienie presji inflacyjnej związane z niską aktywnością gospodarczą przełożyło się także na dalszy wyraźny spadek inflacji w większości krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej (Wykres 1.8). W ostatnich miesiącach inflacja znacząco wzrosła jedynie na Węgrzech w związku z wprowadzoną tam podwyżką stawek podatku VAT od lipca 2009 r.

1.3 Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą

W ostatnim okresie sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych uległa pewnej stabilizacji, a rozwój globalnego kryzysu finansowego został zahamowany. Główne rynkowe miary ryzyka powróciły do poziomów zbliżonych do obserwowanych przed upadkiem banku Lehman Brothers (15 września 2008 r.), którego bankructwo zapoczątkowało okres gwałtownych zaburzeń na rynkach finansowych (Wykres 1.9). Na rynku pieniężnym nastąpił istotny spadek ryzyka płynnościowego i kredytowego, odzwierciedlony przez spadek spreadu LIBOR-OIS⁵ (Wykres 1.10). W wyniku publikacji pozytywnych danych ekonomicznych (m.in. lepsze od prognoz wyniki amerykańskich spółek giełdowych, lepsze od oczekiwań dane dotyczące PKB w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro, wzrost wskaźników wyprzedzających koniunktury w Stanach Zjednoczonych i niektórych gospodarkach europejskich) nastąpił spadek awersji inwestorów do ryzyka, który doprowadził do silnych wzrostów indeksów na światowych giełdach (Wykres 1.11). Pomimo wzrostu skłonności inwestorów do bardziej ryzykownych inwestycji, rentowności obligacji rządowych krajów rozwiniętych pozostały stabilne (Wykres 1.12).

⁵ Spread LIBOR-OIS uważany jest za miarę awersji banków do pożyczania sobie pieniędzy. Jest to różnica pomiędzy stopą LIBOR a stawką OIS.

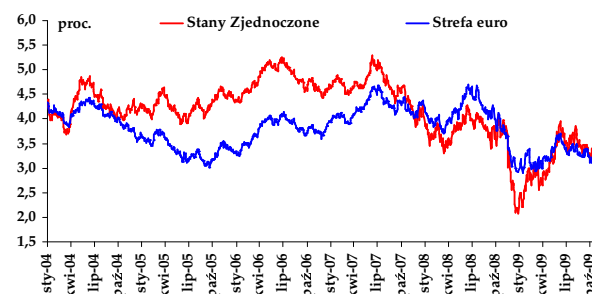
Poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych w ostatnich kilku miesiącach znalazła odzwierciedlenie w cenach aktywów krajów wschodzących. Informacje o stopniowym wychodzeniu kolejnych gospodarek z recesji, korzystne rewizje prognoz gospodarczych na rok bieżący i przyszły oraz wzrost skłonności globalnych inwestorów do bardziej ryzykownych strategii inwestycyjnych doprowadziły do silnych wzrostów cen akcji, spadków rentowności obligacji oraz aprecjacji walut w tych krajach.

W okresie od poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły akomodacyjną politykę pieniężną. Fed utrzymał stopę procentową funduszy federalnych na niezmiennym poziomie 0,00–0,25%, a Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymał główną stopę na poziomie 1,00%. Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) także nie zmienił pasma dla 3-miesięcznej stopy LIBOR, które wynosi 0,00–0,75% (wskazując, że nadal będzie starał się utrzymywać tę stopę w dolnej części tego przedziału, tj. na poziomie zbliżonym do 0,25%; Wykres 1.13). Zgodnie z oczekiwaniami analityków (dane Bloomberg) Fed, SNB i EBC nie zmienią stóp procentowych w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy. Oczekiwania analityków oraz rynku terminowego wskazują, że Fed podniesie stopy procentowe pod koniec II kw. 2010 r., natomiast pierwszych podwyżek stóp przez EBC i SNB można się spodziewać nie wcześniej niż w III kw. 2010 r.

Oprócz utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie główne banki centralne kontynuowały niekonwencjonalne działania polityki pieniężnej polegające za zakupach aktywów finansowych i mające na celu wsparcie rynków kredytowych. Fed wydłużył termin wygaśnięcia programu zakupu aktywów do końca I kw. 2010 r., choć zapowiedział też stopniowe ograniczanie jego skali. EBC również kontynuuje niestandardowe działania, jednakże wykluczył konieczność ich rozszerzenia. Jedynie Bank Anglii w sierpniu br. rozszerzył program zakupu aktywów o dodatkowe 50 mld funtów do łącznej kwoty 175 mld funtów.

□ Wykres 1.12:

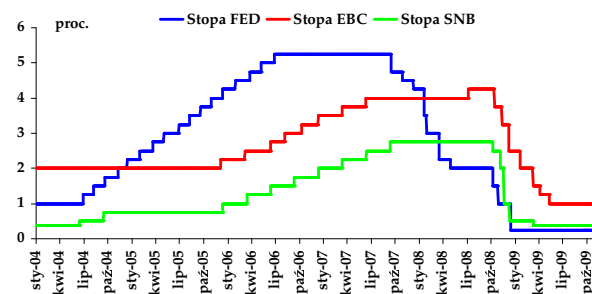
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjednoczonych i strefie euro.



Źródło: Dane Bloomberg.

□ Wykres 1.13:

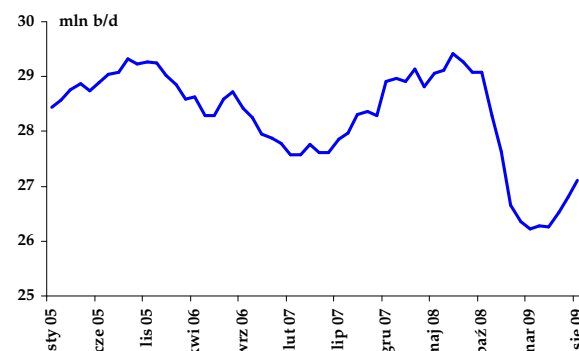
Poziom stop funduszy federalnych Fed, stopy refinansowej EBC i stopy procentowej SNB.



Źródło: Dane banków centralnych.

□ Wykres 1.14:

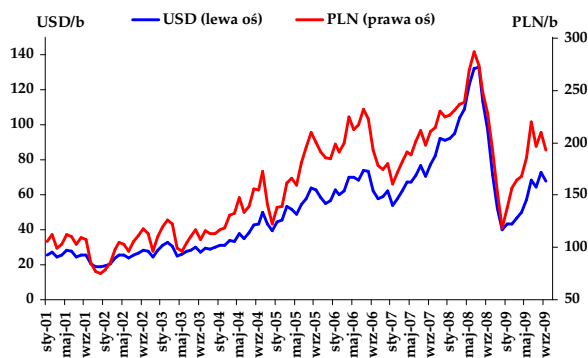
Produkcja ropy w krajach OPEC-11 (bez Iraku).



Źródło: Dane Departamentu Energii USA.

Wykres 1.15:

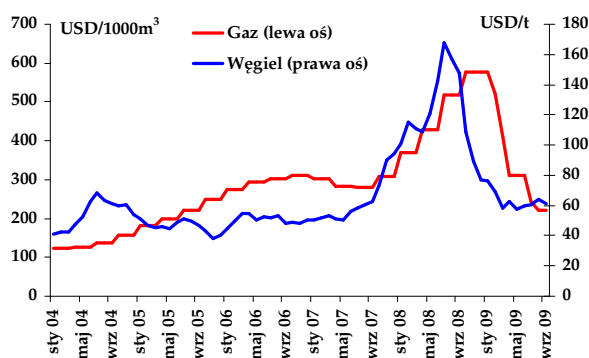
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 1.16:

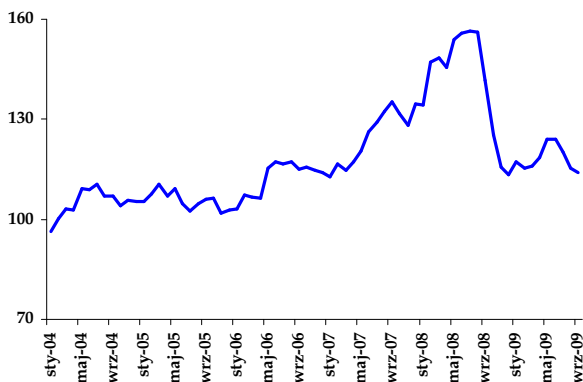
Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

Wykres 1.17:

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



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

1.4 Światowe rynki surowców

Od marca 2009 r. wraz ze stopniowym zmniejszaniem się awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych oraz pierwszymi sygnałami możliwej poprawy perspektyw wzrostu w gospodarce światowej cena ropy wykazywała tendencję wzrostową. Wzrost cen ropy następował mimo spadającego popytu na ten surowiec. Czynnikiem ograniczającym wzrost cen było zwiększanie produkcji ropy przez jej producentów (Wykres 1.14). W III kw. 2009 r. średnia cena ropy Brent wyniosła 69,1 USD/b i była o 9,2/b USD (tj. o 15,4%) wyższa niż w II kw. br. W ostatnich miesiącach nastąpiło zahamowanie wzrostowej tendencji cen ropy naftowej (Wykres 1.15).

Po znaczącej obniżce związanej z zapoczątkowanym w lipcu ub.r. odpływem kapitału z rynku surowców, ceny węgla ustabilizowały się na poziomie ok. 60 USD/t. Natomiast ceny gazu ziemnego, których zmiany cechują się 6–9 miesięcznym opóźnieniem względem zmian cen ropy naftowej (co wynika z charakteru umów terminowych), po osiągnięciu najwyższego poziomu w IV kw. 2008 r. spadły o ok. 60% i obecnie kształtują się na poziomie ok. 220 USD/1000 m³ (Wykres 1.16).

Po silnym wzroście obserwowanym od I kw. 2007 r. do III kw. 2008 r., ceny surowców rolnych w IV kw. ub.r. obniżyły się gwałtownie, a następnie ustabilizowały na relatywnie niskim poziomie (Wykres 1.17).

Do spadku cen surowców rolnych przyczynił się słabszy popyt związany z globalną recesją. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na obniżenie cen surowców rolnych był wcześniejszy spadek cen ropy naftowej, który przyczynił się do obniżenia cen transportu i kosztów produkcji (m.in. cen nawozów sztucznych) oraz zmniejszenia opłacalności produkcji biopaliw, co skutkowało spadkiem zapotrzebowania na surowce rolne do ich produkcji. Po stronie podaży czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia cen produktów rolnych były wyjątkowo wysokie zbiory zbóż, zwłaszcza pszenicy w sezonie 2008/09, oraz wyższe prognozy instytucji międzynarodowych dotyczące ich światowej produkcji w kolejnych latach.

Rozdział 2

Gospodarka krajowa

2.1 Procesy inflacyjne

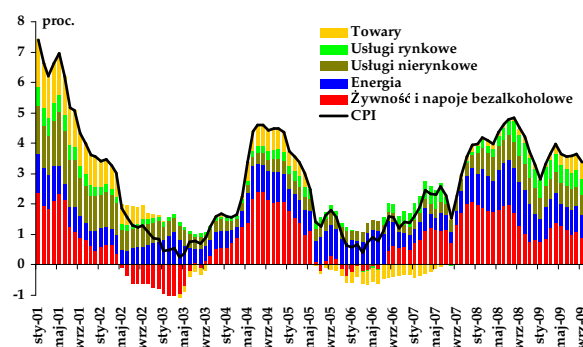
2.1.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W okresie czerwiec–sierpień 2009 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce utrzymywało się w przedziale 3,5%–3,7%, tj. nieznacznie powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, po czym we wrześniu obniżyło się do 3,4% r/r, tj. nieco poniżej tej granicy (Wykres 2.1).

Utrzymywanie się rocznego wskaźnika inflacji na podwyższonym poziomie wynikało w znacznym stopniu z dotychczasowych podwyżek cen regulowanych, w tym cen nośników energii (energii elektrycznej i ciepłej dla gospodarstw domowych) oraz usług związanych z użytkowaniem mieszkania. Przyczynił się do tego także wzrost cen wyrobów tytoniowych, wynikający ze zmian podatku akcyzowego⁶ oraz wysoka dynamika cen napojów alkoholowych, stanowiąca efekt wcześniejszych podwyżek stawek akcyzy. W kierunku utrzymania podwyższonej inflacji oddziaływał również wysoki, choć słabnący, wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz wysoka

⁶Od lipca br. weszły w życie nowe przepisy w zakresie podatku akcyzowego, na mocy których z końcem czerwca br. zostały wycofane z obrotu wyroby tytoniowe opatrzone znakami akcyzowymi z 2008 r. Wyroby tytoniowe, które znajdują się w legalnym obrocie od lipca br. muszą być opatrzone tegorocznymi znakami akcyzy, a w konsekwencji opodatkowane według tegorocznej, wyższej stawki podatku. Podwyżki akcyzy na wyroby tytoniowe wynikały z dostosowania przepisów krajowych do minimalnej stawki akcyzy obowiązującej w Unii Europejskiej.

Wykres 2.1:
Zmiany CPI i głównych kategorii cen.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

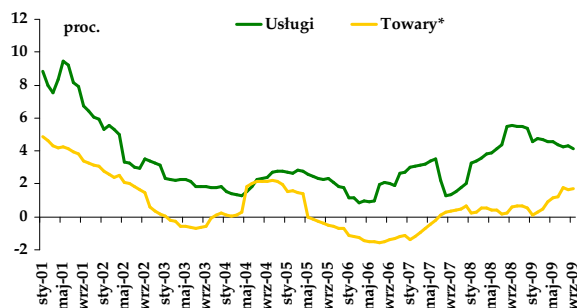


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.3:

Zmiany cen usług i towarów (r/r).

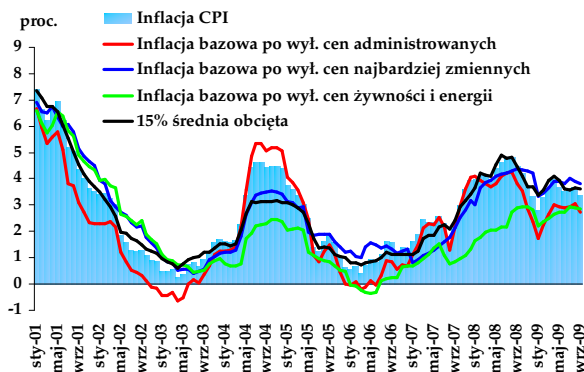


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.4:

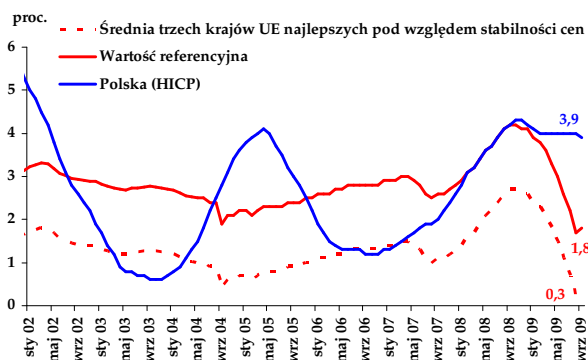
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.5:

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



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

roczna dynamika cen opału (zwłaszcza węgla). Czynnikiem oddziałującym w kierunku utrzymania podwyższonej inflacji były także: silne osłabienie nominalnego kursu złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r. oraz nadal wysoka dynamika cen usług związana z utrzymującą się, choć słabnącą, presją popytową.

Z drugiej strony inflacja była ograniczana w analizowanym okresie przez dalszy spadek cen paliw oraz wprowadzone w czerwcu br. niższe ceny gazu ziemnego dla gospodarstw domowych⁷.

Inflacja bazowa

W okresie czerwiec–wrzesień br. większość miar inflacji bazowej nieznacznie się obniżyła. Jedyne wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł z 2,7% w czerwcu do 2,9% we wrześniu 2009 r. (Wykres 2.4). Do wzrostu inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii przyczyniło się przede wszystkim podwyższenie stawek akcyzy na wyroby tytoniowe (patrz przypis na poprzedniej stronie). Utrzymywanie się relatywnie wysokiego poziomu inflacji bazowej oznacza, że dotychczasowe osłabienie popytu nie w pełni zneutralizowało wzrost cen regulowanych, stawek akcyzy i efekty wcześniejszej deprecjacji kursu walutowego.

Kryterium inflacyjne z Maastricht

W okresie czerwiec–sierpień 2009 r. dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacji HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium inflacyjnego z Maastricht, utrzymywała się na poziomie 4,0%, a we wrześniu br. zmniejszyła się do 3,9%. Natomiast wartość referencyjna dla kryterium inflacyjnego obniżyła się z 2,6% w czerwcu do 1,7% w sierpniu, tj. do historycznie najniższego poziomu, po czym we wrześniu wzrosła do 1,8%. W rezultacie różnica między dwunastomiesięczną średnią ruchomą inflacji HICP

⁷Według nowych тариф cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych zostały obniżone średnio o 9,7%, przy jednoczesnej podwyżce тариф za jego dystrybucję - średnio o 10,4%. W rezultacie, według danych GUS, rachunki dla gospodarstw domowych z tego tytułu obniżyły się średnio o 1,2%.

w Polsce a wartością referencyjną w okresie czerwiec–sierpień br. pogłębiła się do 2,3 pkt. proc., a we wrześniu br. zmniejszyła się do 2,1 pkt. proc.

2.1.2 Ceny produkcji sprzedanej⁸

W III kw. 2009 r. odnotowano spadek dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) do 2,2% r/r, wobec 4,2% r/r w II kw. br. (Wykres 2.6). Na wyraźne obniżenie tempa wzrostu PPI ogółem wpłynęła przede wszystkim ujemna – po raz pierwszy od 2006 r. – roczna dynamika cen w przetwórstwie przemysłowym. Największy, choć mniejszy niż w kwartale poprzednim, wkład do dynamiki PPI ogółem miała sekcja wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych (Wykres 2.7).

Dynamika cen producenta na rynku krajowym była w dwóch pierwszych miesiącach III kw. 2009 r. niższa niż w kwartale poprzednim (0,6% r/r w lipcu i 0,9% r/r w sierpniu, wobec 2,4% r/r w II kw. br.). Utrzymała się natomiast wysoka dynamika cen producenta dla dóbr eksportowanych, co było związane z obserwowaną we wcześniejszym okresie silną deprecjacją złotego.

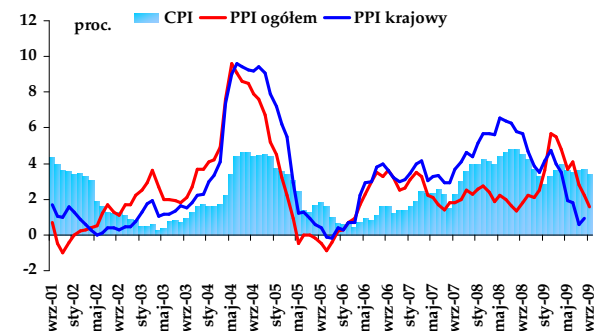
2.1.3 Ceny importu

W I kw. 2009 r. wskutek wzrostu cen surowców, w tym ropy naftowej, oraz silnej deprecjacji złotego nastąpił wyraźny wzrost cen importu wyrażonych w złotych (o 10,5% kw/kw, wobec 4,8% kw/kw w IV kw. 2008 r.). Natomiast w II kw. 2009 r. w związku z aprecjacją złotego ceny importu spadły o 0,3% kw/kw. W ujęciu rocznym

⁸Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w czterech głównych sekcjach (tj. górnictwo i wydobywanie, przetwórstwo przemysłowe, wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną, gorącą wodę i powietrze do układów klimatyzacyjnych oraz dostawa wody, gospodarowanie ściekami, rekultywacja) odnoszące się do określonego miesiąca są publikowane w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach przetwórstwa przemysłowego oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem (około dwumiesięcznym).

Wykres 2.6:

CPI i PPI (r/r).

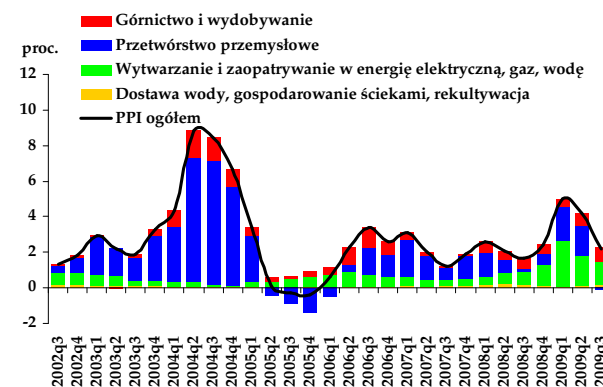


Źródło: Dane GUS.

Od stycznia 2009 r. GUS publikuje dane dotyczące PPI przy użyciu klasyfikacji PKD 2007 (zamiast wcześniej stosowanej klasyfikacji PKD 2004).

Wykres 2.7:

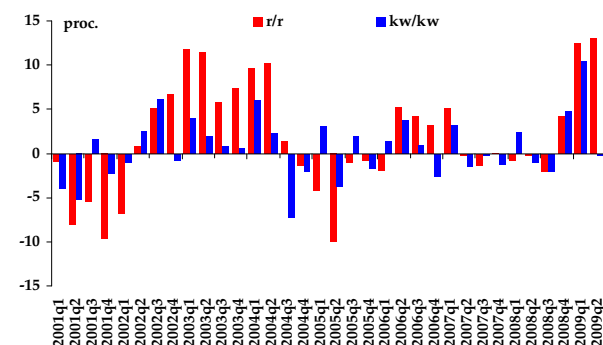
Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu (dla III kw. br. szacunek IE w oparciu o dane miesięczne GUS).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.8:

Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



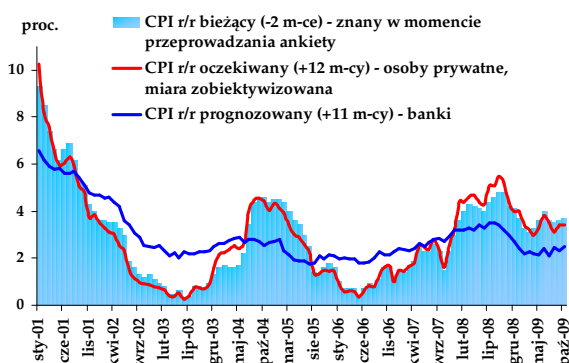
Źródło: Dane GUS.

ceny importu wzrosły o 12,4% i 13,0% odpowiednio w I i II kw. br., wobec wzrostu o 4,1% w IV kw. 2008 r. (Wykres 2.8).

2.1.4 Oczekiwanie inflacyjne

Wykres 2.9:

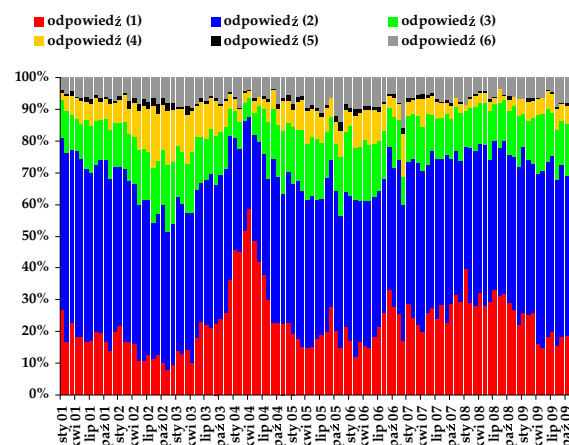
Oczekiwanie inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych.



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

Wykres 2.10:

Oczekiwanie inflacyjne osób prywatnych – struktura odpowiedzi na pytanie Ipsos.



Źródło: Dane Ipsos.

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

Od publikacji ostatniego *Raportu* prognozy inflacji analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy pozostawały względnie stabilne, kształtując się na poziomie nieznacznie niższym lub równym celowi inflacyjnemu NBP (Wykres 2.9). Jednocześnie wzrosły prognozy analityków bankowych na koniec 2009 r. (z 3,0% w czerwcu do 3,7% w październiku br.) oraz ich prognozy inflacji średniorocznej w 2009 r. (odpowiednio z 3,1% do 3,5%).

Z kolei zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, po wzroście w maju i czerwcu br. do 3,8%, obniżyła się do 3,4% we wrześniu i październiku br. Jednocześnie w badaniach ankietowych oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych struktura odpowiedzi nie zmieniła się istotnie (Wykres 2.10).

2.2 Popyt i produkcja

W II kw. 2009 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł o 1,1% r/r (wobec 0,8% r/r w I kw. 2009 r.), tj. szybciej niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie* (Wykres 2.11).

Tempo wzrostu spożycia indywidualnego obniżyło się w stosunku do poprzedniego kwartału, jednak jego wkład do wzrostu PKB pozostał dodatni. Utrzymała się natomiast ujemna dynamika inwestycji. Proces dostosowania przedsiębiorstw do bieżącego, niskiego poziomu aktywności gospodarczej znalazł odzwierciedlenie w dalszej redukcji zapasów – wkład zmiany stanu zapasów do wzrostu PKB był ujemny, podobnie jak wkład nakładów brutto na środki trwałe. W rezultacie pomimo wzrostu konsumpcji popyt krajowy w II kw. br. spadł o 2,1% r/r.

Spowolnienie gospodarcze w kraju i recesja za granicą przyczyniły się do dalszego spadku wolumenu importu oraz stabilizacji wolumenu eksportu na niskim poziomie w II kw. br. Ze względu

na wcześniejszą silną deprecjację złotego i zmianę relacji cenowych w handlu zagranicznym spadek importu był znacznie głębszy niż spadek eksportu, co sprawiło, że w II kw. br. eksport netto stał się głównym czynnikiem wzrostu PKB.

Wzrost wartości dodanej brutto w II kw. br. wynikał głównie ze wzrostu w sektorze usług rynkowych oraz – w mniejszym stopniu – w sektorze budownictwa. Ujemny wkład do wzrostu wartości dodanej odnotowano w przypadku przemysłu, gdzie nastąpił znaczny spadek produkcji w ujęciu rocznym.

2.2.1 Popyt konsumpcyjny

W II kw. 2009 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego obniżyło się do 1,7% r/r (wobec 3,3% r/r w I kw. br.). Spożycie publiczne w II kw. 2009 r. zwiększyło się o 0,9% r/r (wobec 5,7% r/r w I kw. 2009 r.).

Oslabienie popytu konsumpcyjnego było w znacznym stopniu efektem ograniczenia dynamiki dochodów gospodarstw domowych. Według szacunków GUS dynamika nominalnych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych znacząco się obniżyła (do 2,9% r/r i 5,0% odpowiednio w I i II kw. br., wobec 10,8% r/r w IV kw. 2008 r.). Wynikało to m.in. ze zmian na rynku pracy związanych ze spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego (por. rozdział 2.3 Rynek pracy). Po trwającym nieprzerwanie od 2005 r. wzroście, przeciętne zatrudnienie w gospodarce w I i II kw. 2009 r. obniżyło się w ujęciu kwartalnym. Jednocześnie nastąpiło wyraźne spowolnienie wzrostu przeciętnych wynagrodzeń za pracę, w tym w sektorze przedsiębiorstw z 6,8% r/r w I kw. do 4,4% r/r w II kw. br.⁹ W efekcie tempo wzrostu nominalnego funduszu płac w gospodarce obniżyło się do 3,9% r/r w II kw. br. (wobec 9,9% r/r w IV kw. 2008 r. i 7,0% r/r w I kw. br.).

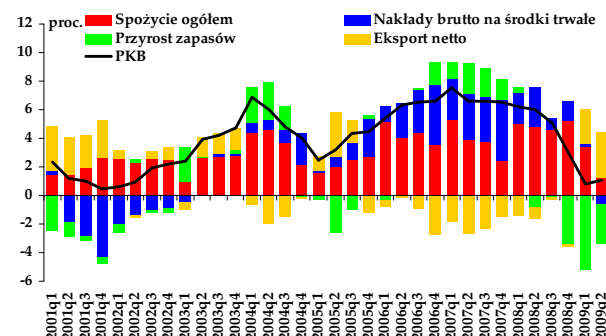
W I poł. br. utrzymało się natomiast wysokie tempo wzrostu dochodów ze świadczeń społecznych¹⁰,

⁹Dochody z pracy najemnej stanowią nieco ponad 50% dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych, z czego ok. połowa przypada na dochody z pracy najemnej w sektorze przedsiębiorstw.

¹⁰Dochody ze świadczeń społecznych stanowią mniej niż 25% dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domo-

Wykres 2.11:

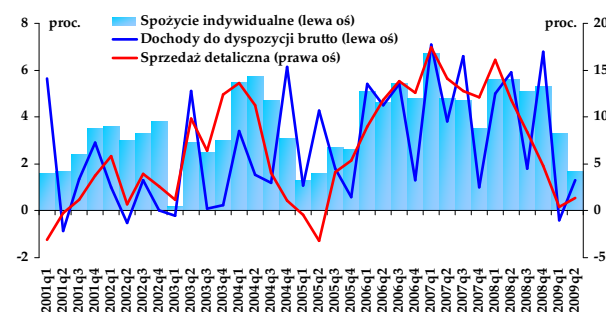
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.12:

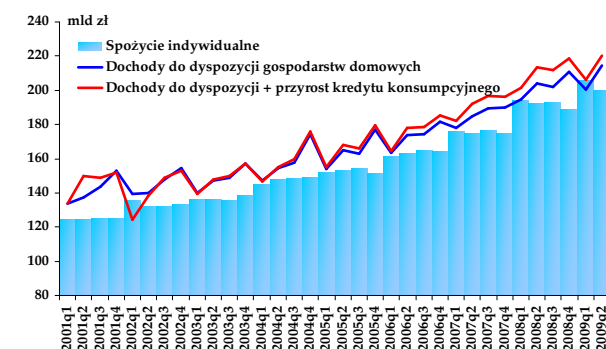
Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto i sprzedaży detalicznej (ceny stałe).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.13:

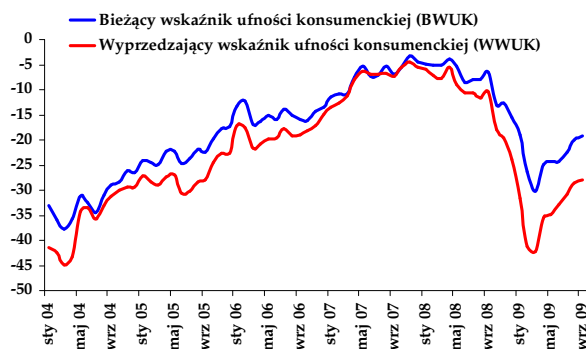
Spożycie indywidualne oraz dochody do dyspozycji gospodarstw domowych z uwzględnieniem przyrostu kredytów konsumpcyjnych (ceny bieżące).



Źródło: Dane GUS, NBP.

Wykres 2.14:

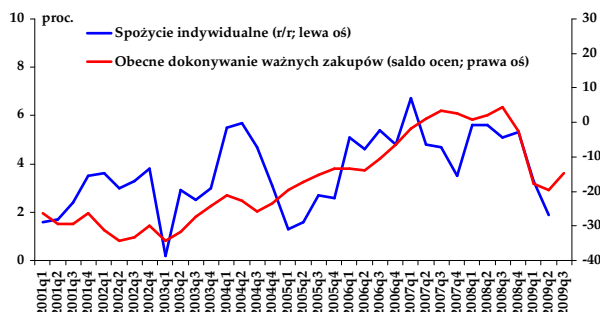
Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

Wykres 2.15:

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



Źródło: Dane GUS, NBP.

co było częściowo związane z przeprowadzoną w marcu 2009 r. waloryzacją rent i emerytur. W II kw. 2009 r. wysokość przeciętnej emerytury i renty brutto z pozarolniczego systemu ubezpieczeń społecznych nominalnie zwiększyła się o 8,6% r/r (wobec 10,4% r/r w I kw. br.), a wysokość przeciętnej emerytury rolniczej – o 6,1% r/r (wobec 6,6% r/r w I kw. br.).

Przy utrzymującej się podwyższonej inflacji¹¹ obniżenie dynamiki nominalnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wpłynęło na silne ograniczenie dynamiki dochodów w ujęciu realnym (zwłaszcza w I kw. br., w którym dochody te spadły o 0,4% r/r¹²; w II kw. br. wystąpił natomiast niewielki ich wzrost – o 1,3%), oddziałując w kierunku osłabienia popytu konsumpcyjnego (Wykres 2.12).

Dodatkowym źródłem finansowania popytu konsumpcyjnego w I i II kw. 2009 r. były, podobnie jak w poprzednim okresie, kredyty konsumpcyjne, których wartość wzrosła w tych dwóch kwartałach odpowiednio o 5,6 mld zł i o 5,7 mld zł (Wykres 2.13). Jednak w porównaniu z sytuacją sprzed roku przyrost tego typu kredytów zmniejszył się w II kw. br. o 40%, tj. o 3,7 mld zł (por. rozdział 2.5 Kredyt i pieniądź¹³).

Oslabienie popytu konsumpcyjnego znalazło odzwierciedlenie w spadku dynamiki sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym: w I kw. 2009 r. obniżyła się ona do 0,4% r/r (wobec 4,8% r/r w IV kw. ub.r.), po czym w II kw. br. wzrosła nieznacznie – do 1,4% r/r (Wykres 2.12). Spadek dynamiki sprzedaży dotyczył w szczególności samo-

wych.

¹¹3,3% r/r i 3,7% r/r odpowiednio w pierwszych dwóch kwartałach br.

¹²Warto zaznaczyć, że spadek dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w I kw. 2009 r. był silniejszy niż spadek dynamiki spożycia indywidualnego, wskutek czego oszczędności brutto gospodarstw domowych były w I kw. 2009 r. ujemne – po raz pierwszy od 1995 r.

¹³Dane omawiane w rozdziale 2.5 Kredyt i pieniądź dotyczą zmian wielkości kredytów oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut, natomiast dane przytoczone w niniejszym rozdziale odnoszą się do danych monetarnych nieuwzględniających zmian kursowych. W przypadku kredytów konsumpcyjnych zmiany kursu złotego nie mają silnego wpływu na kształtowanie się zadłużenia gospodarstw domowych z tego tytułu, ponieważ udział kredytów walutowych w kredytach konsumpcyjnych jest niewielki.

chodów oraz paliw. Z kolei w III kw. br. dynamika sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym wzrosła do 3,7% r/r, co może sygnalizować stopniowe ożywienie popytu konsumpcyjnego.

Badania kondycji gospodarstw domowych wskazują, że w III kw. 2009 r. ponownie zmniejszyły się obawy konsumentów przed wzrostem bezrobocia. Lepiej postrzegane były też możliwości oszczędzania oraz dokonywania ważnych zakupów w najbliższym roku. Jednocześnie poprawiły się oczekiwania dotyczące przyszłych zmian sytuacji finansowej własnego gospodarstwa domowego i zmian ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju. Wyniki tych badań mogą sygnalizować odwrócenie się dotychczasowych niekorzystnych tendencji w koniunkturze konsumenckiej i stopniową poprawę nastrojów gospodarstw domowych, choć obecnie trudno ocenić, czy zmiana ta będzie miała charakter trwały. W połączeniu z obserwowanym w II i III kw. br. wzrostem dynamiki sprzedaży detalicznej, wyniki badań kondycji gospodarstw domowych (w tym m.in. oceny zamierzeń dotyczących realizacji ważnych zakupów w najbliższym roku – por. Wykres 2.15) mogą wskazywać na możliwość zahamowania osłabiania się popytu konsumpcyjnego w nadchodzącym okresie.

2.2.2 Popyt inwestycyjny

W II kw. 2009 r. nakłady brutto na środki trwałe spadły o 3,0% r/r (Wykres 2.16), a stopa inwestycji (relacja inwestycji do PKB) zmniejszyła się do 21,6%¹⁴ (Wykres 2.17).

Spadek inwestycji obserwowany był w sektorze przedsiębiorstw oraz budownictwie mieszkaniowym. Jednocześnie zaobserwowano wzrost nakładów inwestycyjnych sektora finansów publicznych, które częściowo rekompensowały spadki nakładów inwestycyjnych sektora prywatnego.

W ujęciu nominalnym dynamika inwestycji w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych utrzymała się w II kw. br. na bardzo niskim, lecz nadal dodatnim poziomie. Dodatnia dynamika inwestycji w ujęciu nominalnym była w dużej mie-

¹⁴Stopa inwestycji obliczona jest na podstawie danych za ostatnie cztery kwartały.

□ Wykres 2.16:

Inwestycje w gospodarce (r/r).



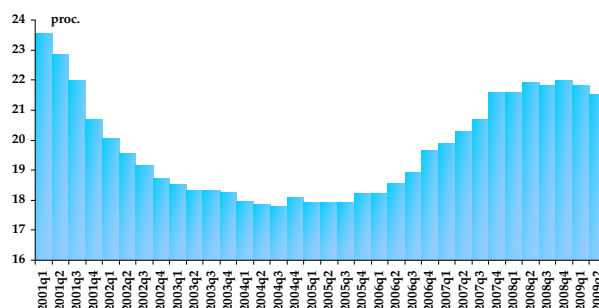
Źródło: Dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

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

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

□ Wykres 2.17:

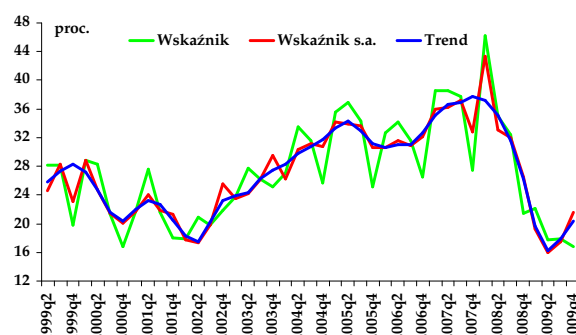
Stopa inwestycji w gospodarce (relacja nakładów brutto na środki trwałe do PKB w ujęciu nominalnym; dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

□ Wykres 2.18:

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



Źródło: Badania koniunktury NBP.

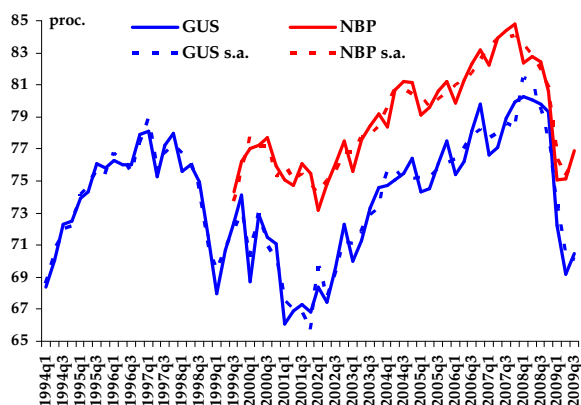
Tabela 2.1: Struktura nakładów brutto na środki trwałe w sektorze przedsiębiorstw (proc.).

Wyszczególnienie	2007				2008				2009	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Grunty	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Budynki i lokale	32,3	35,7	38,4	40,8	35,5	35,8	40,4	39,9	37,2	40,2
Maszyny i urządzenia	47,4	44,2	43,8	42,6	44,2	44,3	42,5	43,2	45,1	47,2
Środki transportu	13,1	13,7	11,3	11,0	13,4	13,3	10,7	9,0	9,1	7,0
Inne środki trwałe	6,1	5,7	6,0	5,3	5,8	5,6	5,3	5,9	6,0	4,7

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.19:

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. Próba NBP liczyła we wrześniu 2009 r. 897 przedsiębiorstw z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Natomiast próba GUS liczy obecnie ok. 3500 jednostek z sekcji C wg klasyfikacji PKD 2007 (przetwórstwo przemysłowe; dane do 2001 r. dotyczą próby GUS liczącej ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów). Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna co do wielkości przedsiębiorstw.

rze efektem wcześniejszej silnej deprecjacji złoto. Przedsiębiorstwa nadal zwiększały wydatki na maszyny i urządzenia (które pochodzą w jednej trzeciej z importu, stąd nominalna wartość wydatków na nie zależy w dużym stopniu od kursu walutowego) oraz na nieruchomości, natomiast zmniejszały przede wszystkim nakłady na środki transportu.

Wyniki badań koniunktury NBP¹⁵ wskazują, że w III kw. br. przedsiębiorstwa nadal przejawiały niewielkie – choć nieco większe niż w poprzednich kwartałach b.r. – zainteresowanie rozpoczynaniem nowych przedsięwzięć inwestycyjnych¹⁶ – wskaźnik prognoz nowych inwestycji, mimo pewnej poprawy, pozostaje na historycznie niskim poziomie po głębokim spadku w 2008 r. (Wykres 2.18). Jednocześnie w świetle tych badań w III kw. br. nastąpiła pewna poprawa wielu wskaźników kondycji przedsiębiorstw i ocen formułowanych przez przedsiębiorców. Wobec niepewności odnośnie do czasu trwania spowolnienia gospodarczego, utrudnionego dostępu do finansowania ze źródeł zewnętrznych¹⁷ oraz niskiego stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.19) można jednak oczekiwać, że aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw utrzyma

¹⁵Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. br. i prognoz koniunktury na IV kw. 2009*, NBP.

¹⁶W IV kw. 2009 r. nowe inwestycje zamierza rozpocząć 21,6% respondentów, wobec 17,5% w III kw. br. (wskaźniki po korekcie sezonowej).

¹⁷W II i III kw. br. nastąpiło dalsze zaostrzenie warunków udzielania kredytów dla przedsiębiorstw; patrz: *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2009*, NBP. W świetle badań koniunktury NBP uzyskanie kredytów bankowych nadal stanowi poważny problem dla znacznej części inwestorów.

się w IV kw. br. na niskim poziomie.

2.2.3 Popyt sektora finansów publicznych

Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów, w ciągu pierwszych dziewięciu miesięcy br. dochody ogółem budżetu państwa wzrosły o 5,2% r/r. Warto jednak podkreślić, że na poziom dochodów ogółem w analizowanym okresie pozytywnie wpłynęły bardzo wysokie dochody z Unii Europejskiej (wzrosły one o 103,6% r/r; Wykres 2.20). Dynamiczny wzrost tej kategorii dochodowej – szczególnie w okresie maj–lipiec br. – był przede wszystkim skutkiem przewalutowania części środków otrzymanych z Komisji Europejskiej na zaliczki w ramach funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności z Perspektywy Finansowej na lata 2007–2013. W okresie styczeń–wrzesień br. spadły natomiast dochody podatkowe (o 3,7% r/r)¹⁸.

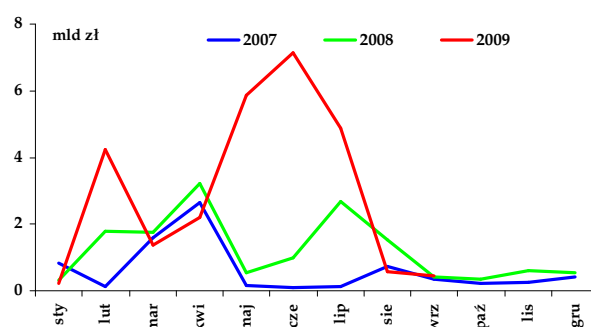
Z kolei wydatki budżetu państwa wzrosły w okresie styczeń–wrzesień br. o 13,9% r/r. Na ich wysoką dynamikę złożyły się przede wszystkim wyższe koszty obsługi zadłużenia zagranicznego i krajowego, większa dotacja do FUS, a także uregulowanie zobowiązań Ministerstwa Obrony Narodowej powstałych w 2008 r.

W rezultacie w okresie styczeń–wrzesień 2009 r. budżet państwa odnotował deficyt w wysokości 21,5 mld zł¹⁹, co stanowi 79,0% planu rocznego po nowelizacji *Ustawy budżetowej na rok 2009* (por. ramka poniżej)²⁰.

W II kw. 2009 r. zaobserwowano wyraźne pogorszenie sytuacji finansowej jednostek samorządu terytorialnego (JST), przede wszystkim w efekcie istotnego spowolnienia dynamiki dochodów własnych przy utrzymaniu wysokiego tempa wzro-

Wykres 2.20:

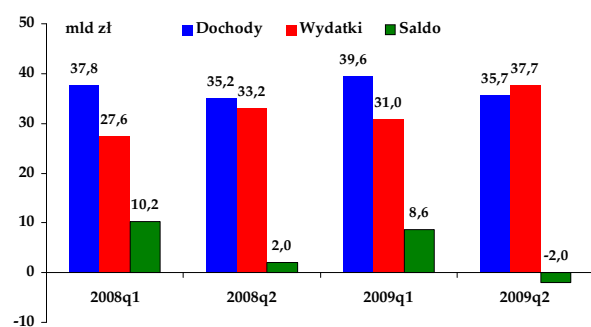
Dochody budżetu państwa ze środków z UE.



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

Wykres 2.21:

Dochody i wydatki jednostek samorządu terytorialnego.



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

¹⁸W okresie styczeń–wrzesień br. spadek odnotowały dochody z wszystkich kategorii podatków z wyjątkiem akcyzy: dochody z VAT o 5,5% r/r, z PIT o 6,7% r/r, a z CIT o 14,3% r/r. Było to głównie wynikiem pogarszającej się sytuacji gospodarczej, a także wprowadzenia zmian systemowych (m.in. skrócenie terminu zwrotów VAT ze 180 do 60 dni oraz zastąpienie trzech stawek PIT dwiema w wysokości 18% i 32%).

¹⁹W analogicznym okresie ub.r. deficyt budżetu państwa wyniósł 4,2 mld zł, tj. 17,4% planu rocznego.

²⁰Planowany w znowelizowanej *Ustawie budżetowej na rok 2009* poziom deficytu to 27,2 mld zł.

stu wydatków. W II kw. br. JST odnotowały deficyt w wysokości ok. 2,0 mld zł wobec nadwyżki w tej samej kwocie w analogicznym okresie ub.r.²¹ (Wykres 2.21). Sytuacja dochodowa funduszy celowych również uległa pogorszeniu, głównie wskutek pogłębienia się niekorzystnych tendencji na rynku pracy. Ponadto wzrost bezrobocia oraz zmiany systemowe²² przełożyły się na znaczące zwiększenie wydatków Funduszu Pracy.

Wskutek wzrostu deficytu budżetu państwa oraz deficytów innych jednostek sektora finansów publicznych, w 2009 r. nastąpi znaczne pogorszenie salda sektora finansów publicznych w ujęciu ESA'95 w stosunku do 2008 r, co będzie prowadzić do wzrostu długu publicznego.

Szczegółowe omówienie możliwych kierunków rozwoju sytuacji finansów publicznych w 2010 r. zostało przedstawione w Opinii Rady Polityki Pieniężnej do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2010*.

Nowelizacja Ustawy budżetowej na rok 2009

W lipcu br. Sejm przyjął nowelizację *Ustawy budżetowej na rok 2009*. Nowelizacja zakłada wzrost deficytu budżetu państwa w 2009 r. z 18,2 do 27,2 mld zł, przy spodziewanym spadku dochodów ogółem o ok. 30,1 mld zł (w tym dochodów podatkowych o ok. 45,1 mld zł) i redukcji wydatków o 21,1 mld zł. Warto przy tym zwrócić uwagę, iż część redukcji wydatków polegała na przesunięciu ok. 9,9 mld zł, przeznaczonych na budowę i modernizację dróg, z budżetu państwa do Krajowego Funduszu Drogowego, na który przeniesiono obowiązek sfinansowania tych wydatków.

Zgodnie z nowelizacją, odnotowany w 2009 r. ubytek dochodów podatkowych ma zostać częściowo zrekompensowany przez zwiększenie dochodów z Unii Europejskiej i innych środków bezzwrotnych oraz wzrost dochodów niepodatkowych. Wpływy z UE mają przekroczyć o 8,2 mld zł (tj. o 24,4%) wielkość zapisaną w *Ustawie budżetowej na rok 2009*, głównie w efekcie zasilenia rachunku dochodów budżetu państwa częścią środków otrzymanych z Komisji Europejskiej w postaci zaliczki na poczet wydatków w ramach funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności na lata 2007–2013. Wykorzystanie tych zaliczek do finansowania niedoboru dochodów budżetu państwa w 2009 r. będzie stanowiło obciążenie dla budżetów lat przyszłych, kiedy to wydatki związane ze środkami unijnymi będą przewyższały dochody z tego tytułu. Prognoza dochodów niepodatkowych budżetu państwa została zwiększona (w stosunku do ustawy przed nowelizacją) o 7,3 mld zł, tj. o 40,6%, głównie w efekcie podwyższenia dochodów z tytułu dywidend wypłacanych przez spółki z udziałem Skarbu Państwa oraz wzrostu pozostałych dochodów niepodatkowych (m.in. wpływów z tytułu dodatnich różnic kursowych związanych z realizacją płatności w ramach Wspólnej Polityki Rolnej).

²¹W całym pierwszym półroczu br. JST wykazały nadwyżkę w wysokości 6,6 mld zł wobec 12,2 mld zł w I poł. 2008 r.

²²M.in. finansowanie przez Fundusz Pracy wypłaty zasiłków i świadczeń przedemerytalnych, pokrycie kosztów staży podyplomowych oraz specjalizacji lekarzy i pielęgniarzek, a także zwiększenie kwoty, jaką może otrzymać bezrobotny podejmujący działalność gospodarczą.

2.2.4 Eksport i import

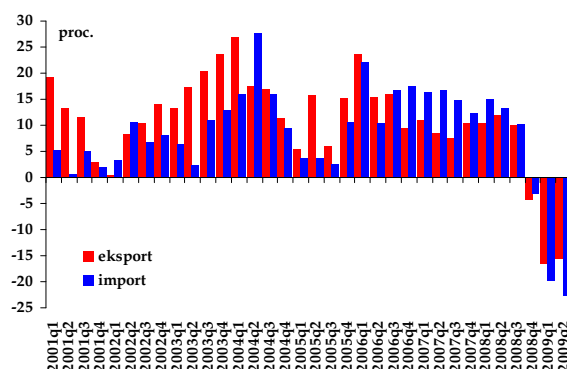
W warunkach niskiej aktywności w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki oraz spowolnienia gospodarczego w kraju, w II kw. br. pogłębił się znaczący spadek wolumenu importu oraz - w mniejszym stopniu - wolumenu eksportu. Ze względu na wcześniejszą silną deprecjację złote-go oraz strukturę polskiego handlu zagranicznego spadek importu (o 19,9% r/r wobec 17,2% r/r w I kw. br.) był znacznie głębszy niż spadek eksportu (o 13,9% r/r w II kw.br. wobec 13,3% w I kw. br.), co przełożyło się na znaczący dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB w II kw. br.²³ (Wykres 2.22).

W porównaniu z I kw. br. mniejszy był spadek eksportu środków transportu, w tym przede wszystkim samochodów osobowych, oraz części motoryzacyjnych, czemu sprzyjał wzrost popytu na małe i względnie tanie samochody (dominujące w eksporcie motoryzacyjnym krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym Polski) związany z wprowadzeniem dopłat za złomowanie starych samochodów w niektórych krajach Europy Zachodniej. W warunkach nadal niskiego popytu krajowego u głównych odbiorców eksportu Polski pogłębił się spadek eksportu dóbr inwestycyjnych, a także – po niewielkim wzroście w I kw. br. – obniżył się eksport towarów konsumpcyjnych. Ograniczony został natomiast spadek eksportu dóbr pośrednich, co było prawdopodobnie związane z pewnym ożywieniem w sektorze eksportowym części gospodarek strefy euro (por. rozdział 1.1 Aktywność gospodarcza na świecie), w szczególności gospodarki niemieckiej.

Wobec wysokiej importochłonności polskiego eksportu oraz dalszego osłabienia działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, w II kw. br. utrzymał się silny spadek importu dóbr pośrednich oraz dóbr inwestycyjnych. Ze względu na dalsze osłabienie popytu konsumpcyjnego pogłębił się natomiast spadek importu żywności oraz towarów konsumpcyjnych, do czego przyczyniła się także

Wykres 2.22:

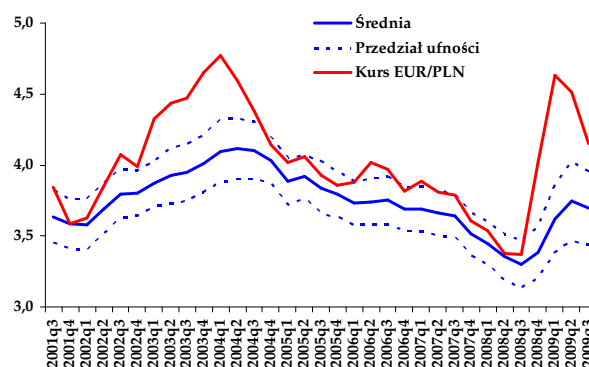
Zmiany polskiego eksportu i importu (w cenach stałych, r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.23:

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



Źródło: Dane i szacunki NBP.

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

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

²³Dane o dynamice eksportu i importu z rachunków narodowych. Według statystyki handlu zagranicznego GUS eksport w cenach stałych obniżył się w II kw. br. o 15,6% wobec spadku o 16,6% w I kw. br., natomiast import w cenach stałych obniżył się o 22,9% wobec spadku o 19,9% w I kw. br.

Tabela 2.2: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu.

Zmiana (proc.)	2006			2007				2008				2009
	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*												
r/r	9,5	13,3	14,1	12,7	6,7	6,2	1,7	1,6	-0,5	-5,0	1,0	17,1
kw/kw	6,2	4,0	1,0	1,1	0,5	3,4	-3,3	1,0	-1,6	-1,3	2,9	17,1
Ceny importu / Ceny krajowe producentów**												
r/r	3,4	0,9	0,3	1,8	-2,8	-3,7	-3,9	-5,9	-5,0	-5,9	4,1	14,8
kw/kw	0,9	-1,0	-1,6	3,7	-3,8	-1,9	-1,9	1,6	-2,8	-2,8	8,5	12,1
REER ULC***												
r/r	-1,0	-4,2	-2,3	-4,0	2,2	3,4	5,5	9,3	12,5	14,3	-7,0	-24,1
kw/kw	-3,8	-1,3	2,3	-1,2	2,4	-0,1	4,3	2,4	5,3	1,6	-15,1	-16,5

Źródło: Dane Eurostat, OECD, GUS oraz szacunki NBP.

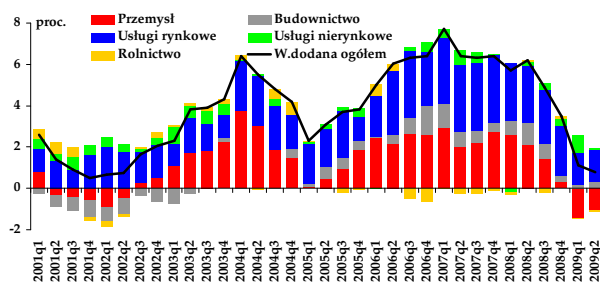
* Indeks jednostkowych kosztów pracy (ULC) obliczony jako relacja dynamiki kosztu płacowego przypadającego na jednego zatrudnionego do dynamiki wydajności pracy, mierzonej jako wolumen produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym w odniesieniu do jednego pracującego w tym sektorze.

** PPI krajowy w przetwórstwie przemysłowym.

*** Szacunek na bazie danych miesięcznych GUS oraz danych OECD. REER ULC (realny efektywny kurs walutowy): nominalny efektywny kurs walutowy skorygowany o zmiany jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym. Minus oznacza deprecjację.

Wykres 2.24:

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

wcześniejsza silna deprecjacja złotego oddziałująca w kierunku wzrostu popytu na dobra krajowe kosztem dóbr importowanych. W kierunku silniejszego spadku importu towarów konsumpcyjnych mogło oddziaływać także ograniczanie zapasów przez przedsiębiorstwa.

W I kw. 2009 r. nadal bardzo wyraźnie poprawiała się pozycja konkurencyjna przedsiębiorstw produkujących na rynek krajowy oraz polskich eksporterów, co związane było ze znaczącą deprecjacją kursu złotego (Tabela 2.2). Aprecjacja złotego w II i III kw. 2009 r. oddziaływała w kierunku pogorszenia konkurencyjności cenowej polskich producentów, choć badania koniunktury NBP wskazują, że nadal kształtuje się ona na wysokim poziomie (Wykres 2.23).

2.2.5 Produkcja

W II kw. 2009 r. dynamika wartości dodanej brutto obniżyła się w stosunku do I kw. br. i wyniosła 0,8% r/r (Wykres 2.24). W kierunku obniżenia się dynamiki wartości dodanej w II kw. br. oddziaływał spadek wartości dodanej w przemyśle, przy

jednoczesnej stabilizacji dodatnich wkładów budownictwa i usług rynkowych. Główną składową wzrostu wartości dodanej brutto pozostały usługi rynkowe.

Dane miesięczne dotyczące przemysłu, w tym zwłaszcza stopniowe zmniejszanie spadku (w ujęciu rocznym) produkcji sprzedanej przemysłu oraz portfela zamówień w przemyśle, a także wrześniowy wzrost portfela zamówień (Wykres 2.25), sygnalizują stopniową poprawę sytuacji w tym sektorze. Również w budownictwie możliwy jest pewien wzrost produkcji w nadchodzącym okresie, o czym może świadczyć obserwowane w ostatnich miesiącach wyhamowanie spadkowej tendencji portfela zamówień oraz dodatnia roczna dynamika produkcji budowlano-montażowej (Wykres 2.26). Warto przy tym zaznaczyć, że na wzrost produkcji budowlano-montażowej silnie wpływa dynamiczny wzrost produkcji w zakresie budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej, co może być związane ze zwiększonymi wydatkami publicznymi na inwestycje infrastrukturalne.

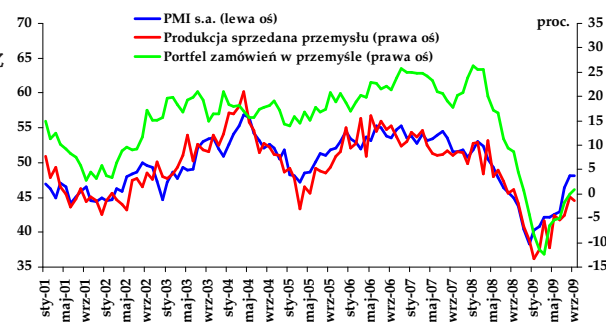
Tendencje sygnalizowane przez miesięczne dane dotyczące przemysłu i budownictwa w dużej mierze potwierdzają również badania koniunktury GUS, które wskazują na ogólną poprawę nastrojów przedsiębiorców w III kw. 2009 r. w stosunku do poprzedniego kwartału. W większości sekcji gospodarki wskaźniki prognozowanej sytuacji gospodarczej osiągnęły najniższe wartości w lutym bądź marcu br. (Wykres 2.27). Od tej pory można zaobserwować systematyczną poprawę wskaźnika dla przetwórstwa przemysłowego, natomiast wskaźniki dla budownictwa i handlu detalicznego, po początkowej nieznacznej poprawie, ustabilizowały się na niskim poziomie.

2.3 Rynek pracy

Oslabienie wzrostu gospodarczego coraz wyraźniej przekłada się na sytuację na rynku pracy. Dane BAEL wskazują na stabilizację (w ujęciu kwartalnym) liczby pracujących w I i II kw. br. (Tabela 2.3; Wykres 2.28). Po nieznacznym wzroście w poprzednim kwartale, w II kw. br. obniżyło się przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej (o 0,5% r/r). Ponadto dane o przecięt-

□ Wykres 2.25:

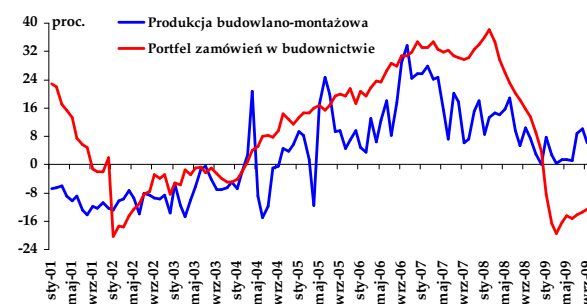
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP (dane wyrównane sezonowo).

□ Wykres 2.26:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP (dane wyrównane sezonowo).

□ Wykres 2.27:

Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.



Źródło: Badania koniunktury GUS.

Tabela 2.3: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach.

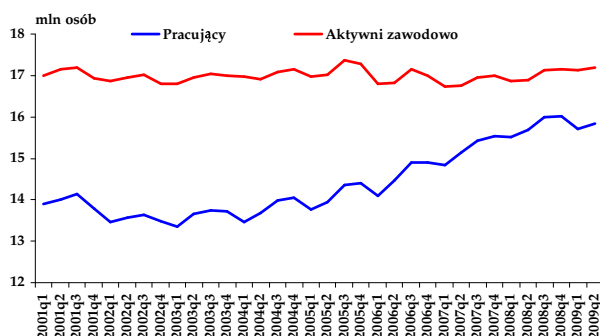
	Pracujący w 2009q2		Wzrost w 2009q1		Wzrost w 2009q2		Wzrost w 2009q1	Wzrost w 2009q2
	tys. osób	struktura (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	kw/kw odsezonowany	kw/kw odsezonowany
Ogółem	15 847	100	199	1,3	158	1,0	0,0	0,1
Poza rolnictwem indywidualnym	13 866	87,5	231	1,7	280	2,1	-0,2	0,4
Miejsce zamieszkania								
miasto	9 805	61,9	74	0,8	49	0,5	-0,6	0,3
wieś	6 042	38,1	125	2,1	109	1,8	0,5	0,2
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 120	13,4	-57	-2,7	-149	-6,6	-0,8	-1,7
przemysłowy	4 910	31,0	-21	-0,4	-45	-0,9	-1,5	-0,1
usługowy	8 806	55,6	277	3,3	352	4,2	0,8	1,0
Sektor własności								
publiczny	4 298	27,1	29	0,7	53	1,2	0,5	0,3
prywatny	11 548	72,9	171	1,5	104	0,9	-0,2	-0,1
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	12 197	77,0	177	1,5	189	1,6	-0,2	0,5
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	3 035	19,2	24	0,8	3	0,1	0,2	-0,1
pomagający członkowie rodzin	615	3,9	-3	-0,5	-35	-5,4	-1,0	-1,6
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	3 232	26,5	-49	-1,6	-5	-0,2	-0,3	0,4
na czas nieokreślony	8 965	73,5	226	2,6	194	2,2	-0,7	0,2

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wszystkie dynamiki na danych odsezonowanych obliczono po odsezonowaniu odpowiednich szeregów metodą TRAMO/SEATS na próbie od I kw. 1995 r. Szereg pracujących w sektorze publicznym odsezonowano na próbie rozpoczynającej się od I kw. 2002 r.

Wykres 2.28:

Pracujący w gospodarce oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

nym zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw w III kw. br. wskazują na pogłębienie się jego spadku (do 1,8% r/r wobec spadku o 1,0% w II kw. br.; Wykres 2.30).

W II kw. br. zmniejszyła się skala redukcji zatrudnienia na czas określony, stanowiąca dotychczas element dostosowań do warunków spowolnienia gospodarczego ze strony pracodawców. W dwóch poprzednich kwartałach proces ten istotnie przyczyniał się do zmniejszenia wzrostu liczby pracujących (Tabela 2.3). Zwiększyły się natomiast dostosowania po stronie liczby przepracowanych godzin²⁴.

²⁴Po skorygowaniu o czynniki sezonowe średnia liczba godzin pracy w tygodniu w podstawowym miejscu zatrudnienia obniżyła się w II kw. br. o 0,5% w porównaniu z po-

Zmniejszający się popyt na pracę znajduje także odzwierciedlenie w danych o liczbie ofert pracy zgłaszanych przez pracodawców do urzędów pracy²⁵, a także w szybkim wzroście bezrobocia osób młodych.

Mimo niekorzystnych zmian na rynku pracy, w II kw. br. utrzymał się wzrost podaży pracy. Wzrost ten wynikał przede wszystkim z kontynuacji trwającego od I kw. 2008 r. wzrostu skłonności do podejmowania przez ludność aktywności zawodowej, w mniejszym zaś – ze zmian demograficznych (Wykres 2.28). W porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku w II kw. br. współczynnik aktywności zawodowej wzrósł we wszystkich grupach wieku.

Przy utrzymującym się wzroście podaży pracy, osłabienie popytu na pracę przełożyło się na dalszy – choć wolniejszy niż w poprzednim okresie – wzrost stopy bezrobocia. Po skorygowaniu o czynniki sezonowe stopa bezrobocia BAEL wzrosła w II kw. br. do 7,6% (z 7,5% w poprzednim kwartale), a stopa bezrobocia rejestrowanego do 11,3% we wrześniu br. (z 10,8% w maju br.). Wolniejszy wzrost bezrobocia – przy stabilizacji spadku liczby wakatów – przełożył się na wyhamowanie spadku indeksu napięć na rynku pracy (Wykres 2.34).

Wyniki badań NBP²⁶ wskazują, że w najbliższym okresie można oczekiwać pewnego osłabienia dotychczasowych niekorzystnych tendencji na rynku pracy. W III kw. br. drugi kwartał z rzędu poprawiły się prognozy zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Poprawa prognoz zatrudnienia w IV kw. br. nastąpiła w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie oraz handlu. Nadal jednak we wszystkich branżach prognozy spadku zatrudnienia dominują nad prognozami jego wzrostu.

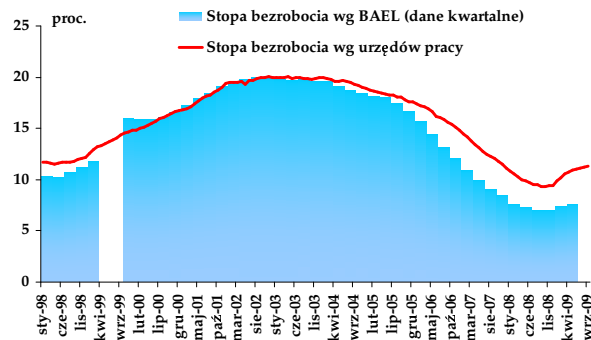
przednim kwartałem, wobec spadku odpowiednio o 0,1% w I kw. br.

²⁵W okresie czerwiec–wrzesień 2009 r. liczba ofert pracy zgłaszanych przez pracodawców do urzędów pracy zmniejszyła się o 22% r/r (wobec spadku o 23% r/r w poprzednich czterech miesiącach).

²⁶Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. br. i prognoz koniunktury na IV kw. 2009*, NBP.

Wykres 2.29:

Stopa bezrobocia rejestrowanego według danych z urzędów pracy oraz stopa bezrobocia według BAEL.

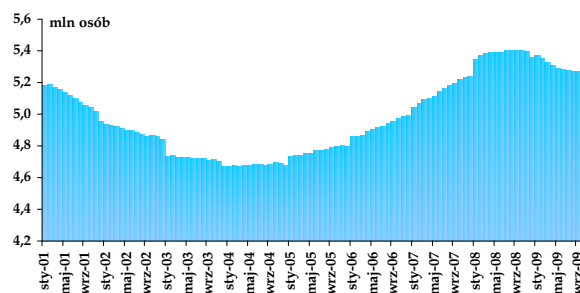


Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo), obliczenia NBP. Dane do 2002 r. skorygowane o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2002.

W II i III kw. 1999 r. badania BAEL nie przeprowadzono. Różnice pomiędzy stopą bezrobocia BAEL i rejestrowanego mają dwie przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych.

Wykres 2.30:

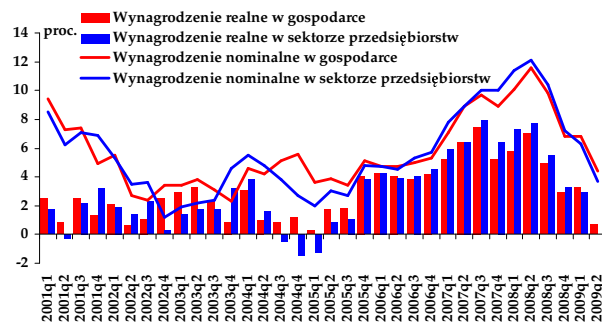
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.31:

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.32:

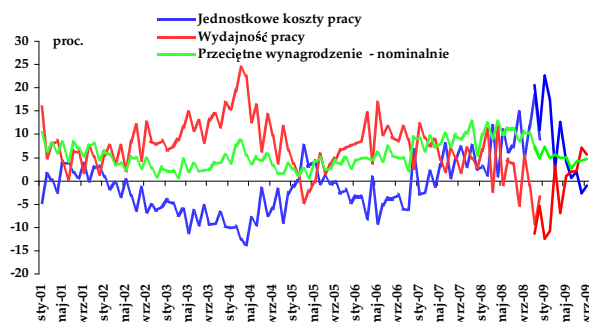
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.33:

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

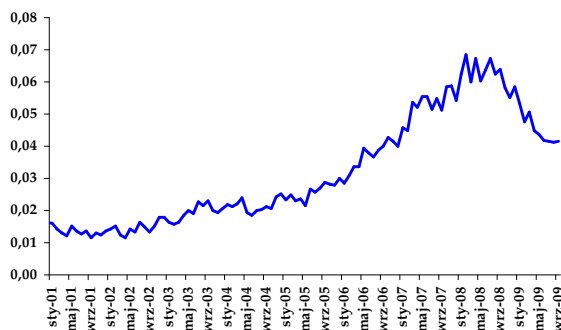


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Od 1 stycznia 2009 r. w statystyce używana jest nowa klasyfikacja PKD (PKD 2007), co powoduje, że dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia w przemyśle w okresie od listopada 2008 r. nie są w pełni porównywalne z dynamikami notowanymi we wcześniejszym okresie.

Wykres 2.34:

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



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

Obniżający się popyt na pracę przełożył się także na osłabienie wzrostu wynagrodzeń. W II kw. br. znacząco obniżył się wzrost nominalnych wynagrodzeń w gospodarce, do czego przyczyniło się przede wszystkim istotne spowolnienie ich wzrostu w sektorze przedsiębiorstw (Wykres 2.31). W III kw. br. dynamika wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw nieznacznie wzrosła (do 3,9% r/r wobec 3,7% r/r w II kw. br.).

Po spadku w dwóch poprzednich kwartałach, w II kw. br. nieznacznie wzrosła wydajność pracy (o 0,1% r/r)²⁷, co przy osłabieniu tempa wzrostu wynagrodzeń przełożyło się na spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce²⁸, choć nadal pozostaje ona relatywnie wysoka (w II kw. br. wyniosła 4,3% r/r wobec 7,3% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.32). W ostatnich miesiącach znacząco obniżyła się dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle, a w sierpniu i wrześniu br. nastąpił ich spadek w ujęciu rocznym (Wykres 2.33).

Badania koniunktury NBP²⁹ wskazują, że w najbliższych miesiącach spowolnienie wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw może ulec ograniczeniu. W III kw. br. odsetek firm, które planują podwyżki płac, nie zmienił się i drugi kwartał z rzędu był wyższy niż odsetek przedsiębiorstw, które planują redukcję wynagrodzeń³⁰. Badania koniunktury konsumenckiej GUS wskazują także, że odsetek osób obawiających się bezrobocia – mimo nadal wysokiego poziomu – obniżył się znacząco w porównaniu z poprzednim kwartałem.

²⁷Wydajność pracy w gospodarce: PKB w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego na jednego pracującego w gospodarce według BAEL.

²⁸Jednostkowe koszty pracy w gospodarce: nominalny fundusz wynagrodzeń w gospodarce (przeciętne nominalne wynagrodzenie w gospodarce razy liczba pracujących w gospodarce według BAEL) do PKB (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego).

²⁹Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. br. i prognoz koniunktury na IV kw. 2009*, NBP.

³⁰Podwyżki w III i IV kw. br. planowało 7,3% przedsiębiorstw. Jednocześnie 4,2% ankietowanych zadeklarowało redukcję wynagrodzeń w IV kw. 2009 r. (wobec 5,6% deklarowanych w poprzednim kwartale).

2.4 Rynki finansowe³¹

2.4.1 Ceny aktywów i stopy procentowe

Krótkoterminowe stopy procentowe

Po dokonanej w czerwcu br. obniżce stopy referencyjnej o 25 punktów bazowych do poziomu 3,50%, w kolejnych miesiącach Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W ślad za obniżeniem stóp w czerwcu nastąpiło obniżenie stóp rynku międzybankowego. Stopa WIBOR 3M obniżyła się z poziomu 4,60% przeciętnie w czerwcu br. do poziomu 4,19% przeciętnie w dn. 1–21 października br.

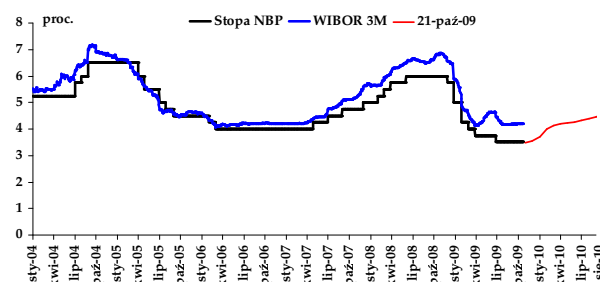
Zgodnie z wynikami ankiety agencji Reutera z 9 października br. analitycy oczekują pozostawienia stopy referencyjnej w IV kw. 2009 r. na poziomie 3,50%. Różnią się natomiast w swoich oczekiwaniach dotyczących wysokości stopy referencyjnej w perspektywie roku: ok. 2/3 analityków oczekuje wzrostu stopy referencyjnej w horyzoncie roku (o 25 lub 50 punktów bazowych), a ok. 1/3 oczekuje braku zmian tej stopy³².

Implikowane z kontraktów FRA stopy WIBOR 1M (bez wyłączenia premii za ryzyko; Wykres 2.35) mogłyby wskazywać na oczekiwania ukształtowania się stóp NBP na poziomie 3,50–3,75% w ciągu najbliższych trzech miesięcy oraz 4,50–4,75% w horyzoncie roku. Należy jednak podkreślić, że kwotowania tych kontraktów mogą być nadal zaburzone przez podwyższoną premię za ryzyko płynnościowe-kredytowe zawartą w stopie WIBOR. Premia płynnościowa, mierzona spreadem WIBOR-OIS, utrzymuje się na podwyższonym poziomie, choć jest wyraźnie niższa niż na przełomie 2008 i 2009 r. Oznacza to, że pomimo pewnej poprawy sytuacji na rynku międzybankowym skłonność banków do wzajemnego pożyczania sobie środków jest nadal ograniczona.

Rentowności polskich obligacji skarbowych obniżyły się nieznacznie od poprzedniego Raportu,

Wykres 2.35:

Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 3M oraz stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.36:

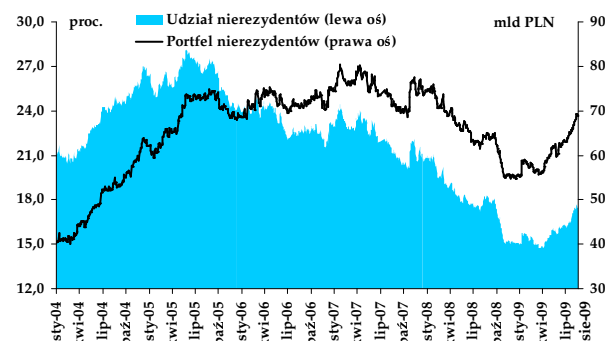
Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.37:

Zaangażowanie nierezydentów w rynek polskich papierów skarbowych.



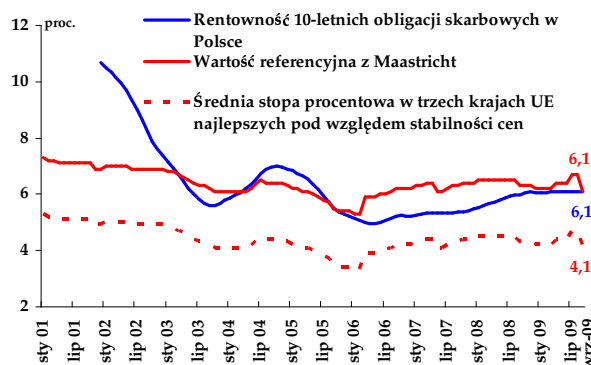
Źródło: Dane KDPW.

³¹Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 21 października 2009 r.

³²35% analityków oczekuje pozostawienia stopy na poziomie 3,50%, 31% oczekuje jej podwyższenia do poziomu 3,75% i również 31% – do poziomu 4,00%. Pozostali analitycy oczekują stopy referencyjnej na poziomie 4,50%.

Wykres 2.38:

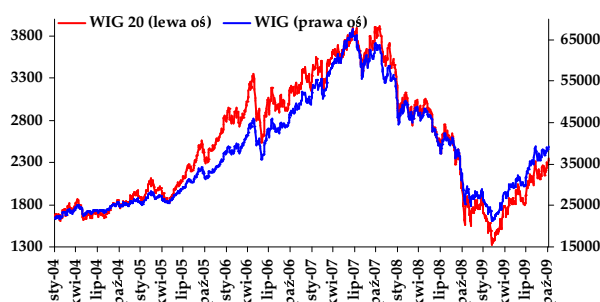
Rentowność obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium stóp procentowych.



Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

Wykres 2.39:

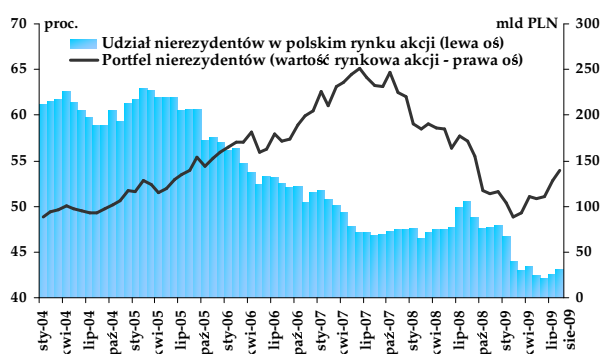
Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.40:

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



Źródło: Dane NBP.

wykazują jednak dość znaczną zmienność (Wykres 2.36). Wśród czynników zewnętrznych oddziałujących w kierunku spadku rentowności kluczową rolę odgrywała poprawa nastawienia uczestników rynków finansowych wobec gospodarek krajów wschodzących oraz związany z tym napływ zagranicznych inwestycji portfelowych do tych krajów. Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu rentowności był natomiast stopniowy wzrost oczekiwań uczestników rynku dotyczących przyszłego poziomu stóp procentowych w Polsce. Ponadto w kierunku wzrostu rentowności oddziaływały prawdopodobnie obawy związane z pogorszeniem sytuacji sektora finansów publicznych.

W III kw. 2009 r., w wyniku stabilizacji sytuacji na rynkach finansowych oraz poprawy nastawienia inwestorów do krajów wschodzących, odnotowano dalszy wzrost zaangażowania nierezydentów na rynku długu w Polsce (Wykres 2.37).

Od publikacji ostatniego *Raportu* spread polskiej 10-letniej obligacji skarbowej względem obligacji niemieckiej o zbliżonym terminie zapadalności obniżył się do poziomu 284 punktów bazowych z poziomu 293 punktów bazowych³³.

W analizowanym okresie Polska nadal spełniała kryterium długoterminowych stóp procentowych. We wrześniu br. rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, wyniosła 6,1%, podczas gdy wartość referencyjna również ukształtowała się na poziomie 6,1% (Wykres 2.38).

Od poprzedniego *Raportu* w Polsce – podobnie jak w innych krajach – nastąpił znaczący wzrost cen akcji (Wykres 2.39). Wzrostowi cen towarzyszył wyraźny wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych na polskim rynku (Wykres 2.40).

³³W przypadku obligacji czeskich i węgierskich spread ten wyniósł odpowiednio 98 i 388 punktów bazowych.

Ceny mieszkań

W II kw. 2009 r. ceny mieszkań – w zależności od segmentu rynku – były stabilne lub wykazywały niewielką tendencję spadkową. Na rynkach wtórnych największych miast utrzymała się tendencja spadkowa cen transakcyjnych, podczas gdy ceny ofertowe w większości miast nieco wzrosły w porównaniu z I kw. br. Nieznaczny wzrost cen ofertowych mieszkań na rynku wtórnym mógł być jednak związany ze wzrostem ilości ofert mieszkań o podwyższonym standardzie. Na rynku pierwotnym dynamika cen ofertowych oscylowała wokół zera zarówno w dużych, jak i małych oraz średnich miastach.

Według informacji rynkowych sprzedaż nieruchomości mieszkaniowych była w bieżącym roku znacząco niższa od ubiegłorocznej, co w zestawieniu z ich rosnącą podażą skutkowało wzrostem liczby niesprzedanych mieszkań. Było to wynikiem nadal wysokich cen mieszkań (uległy one jedynie umiarkowanym spadkom od końca 2007 r.; Wykres 2.41), zaostrzenia przez banki kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych oraz powstrzymywania się części gospodarstw domowych od zakupu mieszkań w oczekiwaniu na dalszy spadek ich cen.

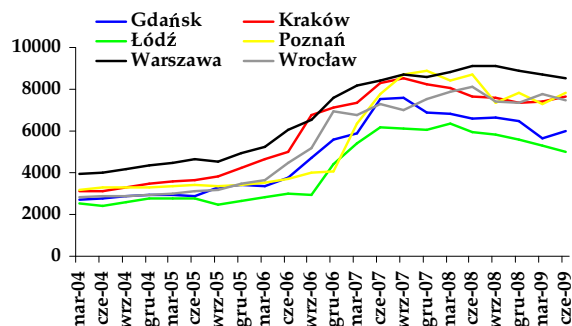
Biorąc pod uwagę istniejącą nadwyżkę podaży mieszkań nad popytem oraz nadal wysokie ceny mieszkań i ograniczoną dostępność kredytów mieszkaniowych, w nadchodzących miesiącach utrzyma się prawdopodobnie silna presja na spadek cen. W związku z tym prawdopodobne są dalsze spadki cen mieszkań, przesunięcie części niedokończonych inwestycji mieszkaniowych na kolejne lata, a także spadek liczby nowo rozpoczynanych budów mieszkań (czego odzwierciedleniem jest spadek liczby pozwoleń wydawanych na budowę; Wykres 2.43).

2.4.2 Kurs walutowy

Od publikacji ostatniego *Raportu* nastąpiło znaczne umocnienie nominalnego kursu złotego względem euro, dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego. Od 18 czerwca do 21 października 2009 r. złoty umocnił się o 15% wobec dolara amerykańskiego oraz po ok. 9% wobec euro i franka szwaj-

Wykres 2.41:

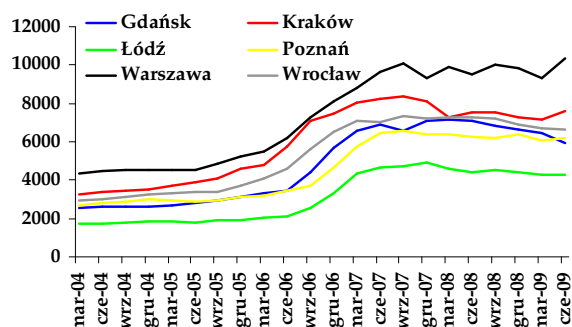
Średnie ofertowe ceny (PLN/m²) mieszkań na rynku pierwotnym w sześciu największych miastach w Polsce.



Źródło: Dane z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

Wykres 2.42:

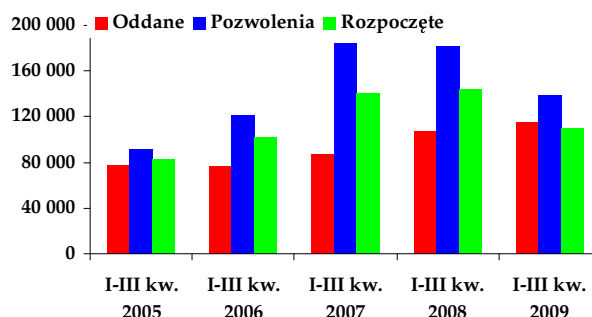
Średnie ofertowe ceny (PLN/m²) mieszkań na rynku wtórnym w sześciu największych miastach w Polsce.



Źródło: Dane z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

Wykres 2.43:

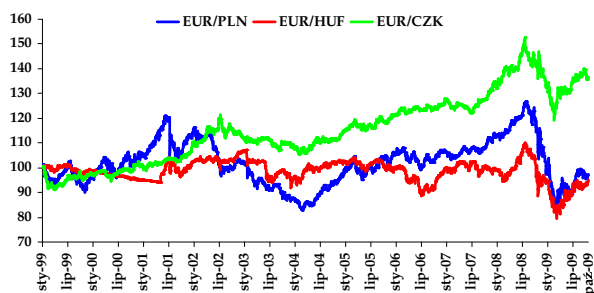
Liczba mieszkań oddanych do użytkowania, wydanych pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych budów.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.44:

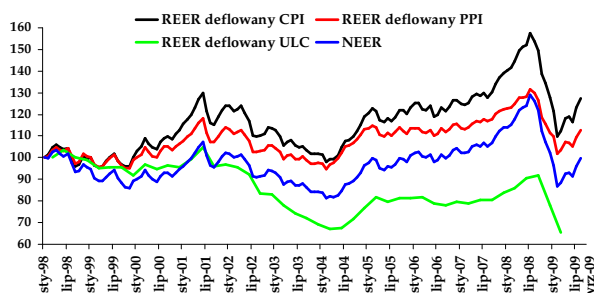
Nominalne kursy walut Czech, Polski i Węgier względem euro (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

Wykres 2.45:

Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Dla ULC (jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym): dane kwartalne, szacunki NBP na podstawie danych GUS, EBC i Komisji Europejskiej.

carskiego. W omawianym okresie obserwowane było również wyraźne umocnienie innych walut regionu, tj. forinta węgierskiego oraz korony czeskiej (Wykres 2.44).

Złoty umacniał się w okresie od końca czerwca do początku sierpnia br., po czym kurs zaczął się stopniowo stabilizować, zmieniając się jednak w relatywnie szerokim paśmie wahań. W kierunku aprecjacji polskiej waluty oddziaływały przede wszystkim czynniki globalne, w tym dalszy spadek awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych prowadzący do poprawy nastawienia uczestników rynku wobec walut gospodarek wschodzących. Umocnieniu złotego sprzyjały także pozytywne dane makroekonomiczne z rynku krajowego. Zahamowanie aprecjacji złotego w sierpniu br. mogło być wynikiem oddziaływania czynników zewnętrznych (m.in. negatywnych informacji dotyczących gospodarek regionu, w tym obniżenia ratingu Łotwy i Estonii przez Standard & Poor's), jak i krajowych. Wśród czynników krajowych istotną rolę mogły odegrać przewidywania dotyczące pogorszenia sytuacji finansów publicznych w Polsce w 2010 r.

Od marca do sierpnia br. wraz z aprecjacją nominalnego efektywnego kursu złotego obserwowana była zbliżona co do skali aprecjacja kursu realnego (Wykres 2.45).

2.5 Kredyt i pieniądz³⁴

Kredyty

Od kwietnia 2009 r. utrzymywała się spadkowa tendencja kredytów dla przedsiębiorstw, których wartość w okresie kwiecień–wrzesień br. zmniejszyła się w sumie o 3,5 mld zł, tj. o 1,6% (wobec wzrostu o 19,6 mld zł, tj. o 10,7% w tym samym okresie ub.r.). Spadek kredytów dotyczył głównie kredytów bieżących, ale wyhamowanie ob-

³⁴Należy podkreślić, że publikowane przez NBP dane monetarne, zwłaszcza dotyczące zmian wielkości kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych oraz kredytów dla przedsiębiorstw, w ostatnich kwartałach pozostawały pod znacznym wpływem zmian kursu walutowego. Z związku z tym prezentowane w tym rozdziale dane monetarne odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

Tabela 2.4: Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw w EUR (zmiany r/r w proc.)

Wyszczególnienie (proc.)	2007				2008				2009	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Kredyty niehandlowe	31,6	35,3	29,5	23,1	27,0	30,3	27,9	17,6	8,2	2,1
Kredyty handlowe	24,4	23,6	26,2	24,2	23,7	20,9	16,2	-2,3	-15,8	-18,3

Źródło: Dane NBP.

jęło także kredyty długoterminowe. W efekcie roczne przyrosty kredytów inwestycyjnych i na zakup nieruchomości wyraźnie się zmniejszają, a w przypadku kredytów bieżących od czerwca br. są ujemne (Wykres 2.46).

Jak wynika z badań ankietowych NBP³⁵, w II kw. br. banki odnotowały wzrost popytu na kredyt krótkoterminowy, co było związane przede wszystkim ze wzrostem zapotrzebowania na finansowanie związane z restrukturyzacją zadłużenia³⁶. Ze względu na spowolnienie gospodarcze i niekorzystne perspektywy zbytu, przedsiębiorstwa zmniejszały wydatki na inwestycje (por. rozdział 2.2.2 Popyt inwestycyjny), co znalazło odzwierciedlenie w słabnącym popycie na kredyty inwestycyjne oraz na zakup nieruchomości.

Podobnie jak w dwóch poprzednich kwartałach, w II kw. 2009 r. banki zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów dla przedsiębiorstw³⁷. Udział banków zaostrzających politykę kredytową wobec dużych przedsiębiorstw obniża się przy tym systematycznie od IV kw. 2008 r., co może wskazywać na stopniowe zmniejszanie skali zaostrzania polityki kredytowej.

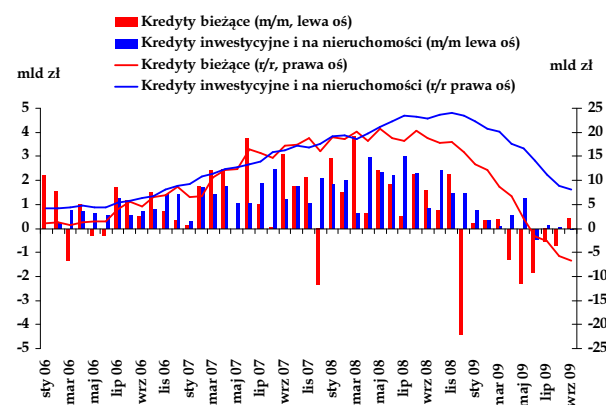
³⁵Patrz: *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2009*, NBP.

³⁶Rosnący popyt na kredyty krótkoterminowe może być związany z pogarszaniem się kondycji finansowej przedsiębiorstw i, w mniejszym stopniu, zamianą zobowiązań z tytułu walutowych instrumentów pochodnych na kredyty.

³⁷Zaostrzenie warunków oznaczało przede wszystkim zwiększenie zakresu wymaganych zabezpieczeń (wskazało na to ponad 80% banków), a także wzrost marż kredytowych, w szczególności dla kredytów obciążonych większym ryzykiem.

Wykres 2.46:

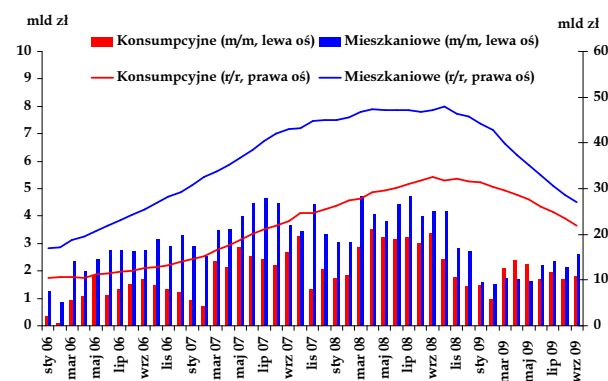
Zmiany r/r i m/m kredytów dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.47:

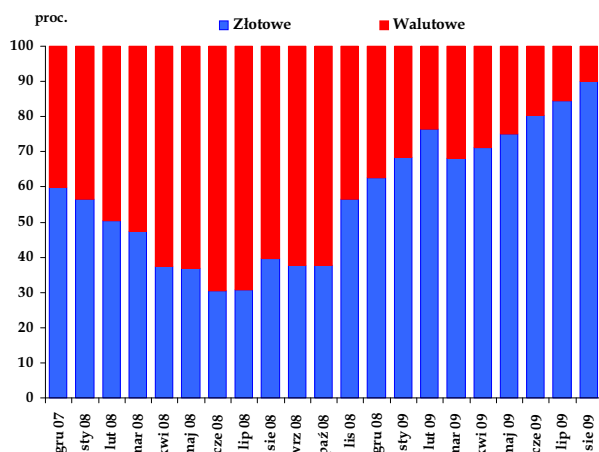
Zmiany r/r i m/m kredytów dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.48:

Struktura walutowa nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

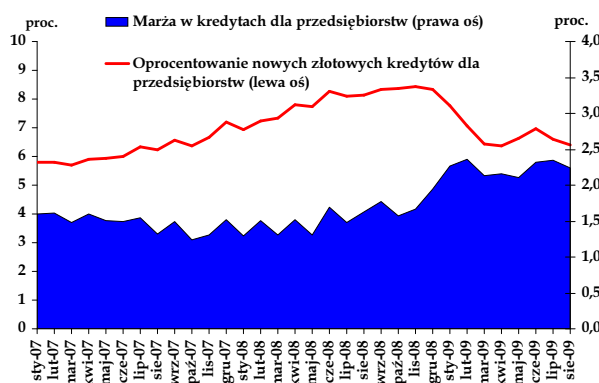


Źródło: Dane NBP.

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

Wykres 2.49:

Średnie oprocentowanie i marże w nowych umowach kredytowych dla przedsiębiorstw w bankach komercyjnych.



Źródło: Dane NBP.

Marża rozumiana jako spread oprocentowania kredytu względem stawki WIBOR 3M.

Według danych NBP, w II kw. br. stan zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw zwiększył się o 1,9 mld euro (do 80,5 mld euro) w stosunku do końca poprzedniego kwartału, jednak dynamika roczna obniżyła się z 0,3% do -3,9% (Tabela 2.4). Przedsiębiorstwa korzystały przede wszystkim z kredytów niehandlowych, które wzrosły o 2,1% r/r (wobec 8,2% r/r na koniec I kw. 2009 r.). W II kw. br. wartość kredytów handlowych zmniejszyła się o 18,3%, co było związane z silnym spadkiem importu. W tym okresie spadła również wartość zadłużenia z tytułu dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw w posiadaniu zagranicznych inwestorów portfelowych (o 2,9%).

W sektorze gospodarstw domowych utrzymuje się wzrost kredytów, choć w znacznie mniejszej skali niż w poprzednich latach (Wykres 2.47). W okresie kwiecień–wrzesień 2009 r. wartość kredytów dla tego sektora zwiększyła się o 21,7 mld zł, tj. o 5,6%, podczas gdy w analogicznym okresie ub.r. zadłużenie zwiększyło się o 38,8 mld zł, tj. 14,0% (Wykres 2.47). Spadek dynamiki dotyczył w większym stopniu kredytów mieszkaniowych niż konsumpcyjnych³⁸. Do silniejszego spadku dynamiki kredytów mieszkaniowych przyczyniło się m.in. wycofanie przez przeważającą większość banków oferty kredytów denominowanych w walutach obcych, czego efektem było znaczące zmniejszenie udziału kredytów walutowych w nowo przyznanych kredytach mieszkaniowych (Wykres 2.48).

Spowolnienie w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych było spowodowane w większym stopniu czynnikami podażowymi. Pomimo pogorszenia sytuacji na rynku pracy, wpływającej negatywnie na dochody gospodarstw domowych, w II kw. 2009 r. banki odnotowały nieznaczny wzrost popytu zarówno na kredyty mieszkaniowe, jak i konsumpcyjne. Jednocześnie w obu segmentach rynku banki zaostrzyły politykę kredytową, przy czym skala zaostrzenia była większa dla kredytów konsumpcyjnych, co było zwią-

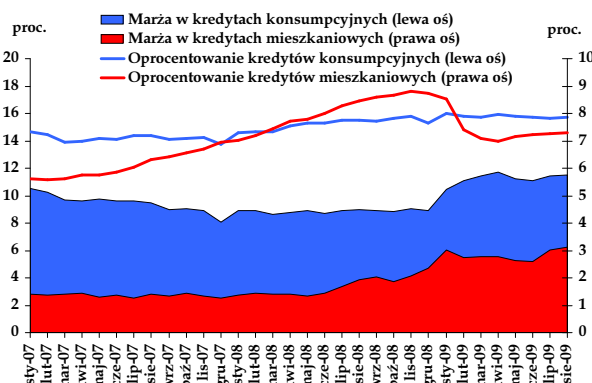
³⁸W analizowanym okresie wartość kredytów mieszkaniowych wzrosła o 10,9 mld zł, tj. o 5,3% (wobec wzrostu o 16,2% w analogicznym okresie ub.r.), a wartość kredytów konsumpcyjnych zwiększyła się o 9,3 mld zł, tj. o 6,5% (wobec 14,2% w analogicznym okresie poprzedniego roku).

zane z faktem, że udział kredytów zagrożonych w tych ostatnich rośnie i w czerwcu br. wyniósł 8,0% wobec 1,2% dla kredytów mieszkaniowych (Wykres 2.52).

Średnie oprocentowanie nowych kredytów dla przedsiębiorstw rosło w okresie kwiecień–czerwiec 2009 r. wraz ze wzrostem stawek rynku międzybankowego. W lipcu br., po czerwcowej obniżce stóp procentowych NBP, WIBOR 3M również się obniżył, co poskutkowało spadkiem oprocentowania nowych umów kredytowych do 6,4%, czyli poziomu zbliżonego do tego z kwietnia br. (Wykres 2.49). Mimo spadku stawek WIBOR 3M, oprocentowanie nowych kredytów złotych na cele mieszkaniowe wzrosło w okresie kwiecień–sierpień 2009 r. z 7,0% do 7,3%, odzwierciedlając deklarowany przez część banków wzrost marż. Z kolei przeciętne oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych obniżyło się z 15,9% w kwietniu do 15,7% w sierpniu br., zgodnie z deklaracjami banków, które zastrzyły przede wszystkim standardy i pozacenowe warunki przyznawania kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.50).

□ Wykres 2.50:

Średnie oprocentowanie i marże w nowych umowach kredytowych dla gospodarstw domowych w bankach komercyjnych.



Źródło: Dane NBP.

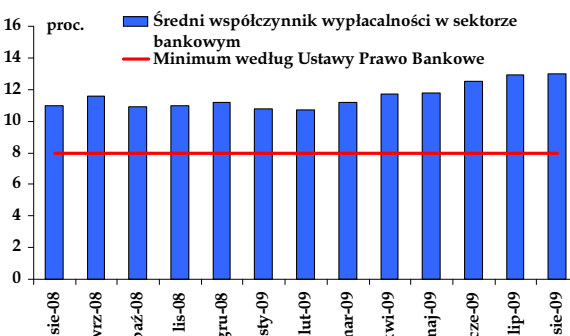
Marża rozumiana jako spread oprocentowania kredytu względem stawki WIBOR 3M.

Finansowanie i sytuacja kapitałowa banków

Dynamika kredytów zależy w części od sytuacji kapitałowej banków oraz możliwości finansowania akcji kredytowej. Banki weszły w okres silnego spowolnienia gospodarczego z relatywnie niskimi buforami kapitałowymi, co było jedną z istotnych przyczyn ograniczenia podaży kredytu w IV kw. 2008 r. i I kw. 2009 r.³⁹ W ostatnich miesiącach znaczenie tego czynnika spadło, co było związane ze wzrostem kapitałów większości banków na skutek zatrzymania wysokich zysków osiągniętych w 2008 r.⁴⁰ Zatrzymanie zysków w bankach spowodowało, że średni współczynnik wypłacalności sektora bankowego wzrósł do 13,0% na koniec sierpnia 2009 r., wobec 11,2% na koniec 2008 r. (Wykres 2.51).

□ Wykres 2.51:

Średni współczynnik wypłacalności w sektorze bankowym.



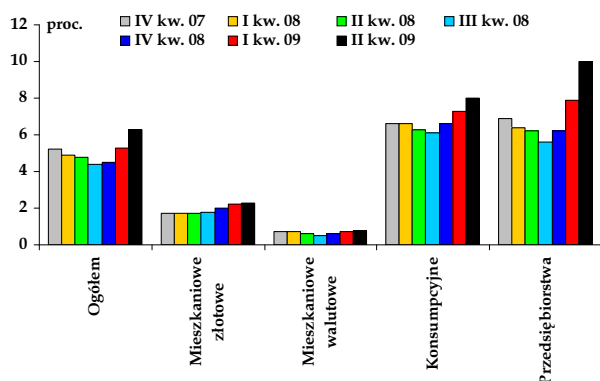
Źródło: Dane NBP.

³⁹ Patrz: *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2009 oraz kwartały wcześniejsze*, NBP.

⁴⁰ Dodatkowym czynnikiem wpływającym na wzrost współczynnika wypłacalności sektora bankowego było dokapitalizowanie przez rząd Banku Gospodarstwa Krajowego.

Wykres 2.52:

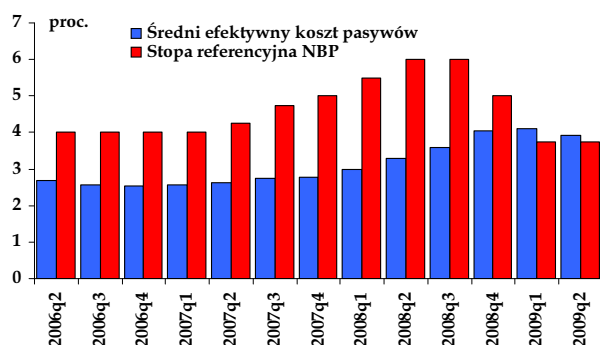
Udział kredytów zagrożonych w poszczególnych kategoriach kredytów.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.53:

Średni efektywny koszt pasywów (wartości annualizowane).

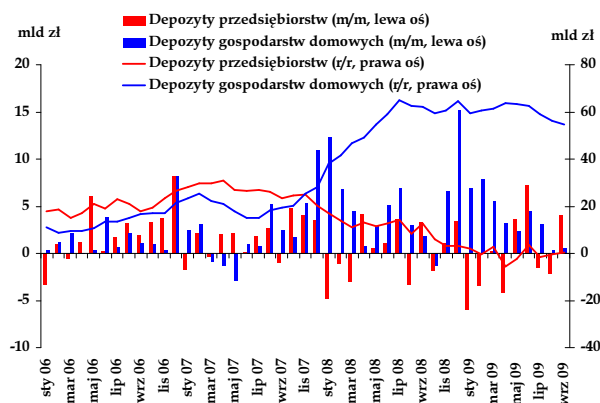


Źródło: Dane NBP.

Efektywny koszt pasywów rozumiany jako stosunek kosztów odsetkowych do zobowiązań wobec sektorów: finansowego, niefinansowego, rządowego i samorządowego.

Wykres 2.54:

Zmiany m/m i r/r depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

W opinii banków najważniejszą przyczyną ograniczenia podaży kredytów jest niepewność dotycząca perspektyw sytuacji gospodarczej. Banki muszą uwzględnić nie tylko wyższe ryzyko kredytowe związane z udzielaniem nowych kredytów, ale także pogorszenie się portfela już udzielonych kredytów (Wykres 2.52). Pogorszenie jakości kredytów udzielonych sektorowi niefinansowemu jest widoczne od IV kw. 2008 r., przy czym największy przyrost kredytów zagrożonych miał miejsce w przypadku kredytów dla przedsiębiorstw. Pogorszenie jakości kredytów negatywnie wpływa na wyniki finansowe banków, a przez to również na ich adekwatność kapitałową i w konsekwencji zdolność do udzielania nowych kredytów.

Wśród przyczyn ograniczenia podaży kredytu banki wskazywały również na bariery związane z finansowaniem, przede wszystkim na utrzymującą się niską płynność i podwyższoną premię za ryzyko na krajowym rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych o dłuższych terminach, a także wzrost kosztu finansowania zagranicznego pozyskiwanego od podmiotów dominujących (m.in. ze względu na wyższy koszt finansowania samych banków-matek), co skłoniło banki do wzmożonej konkurencji o depozyty klientów. W efekcie, średni efektywny koszt pasywów istotnie się zwiększył i w I poł. br. przewyższał wysokość stopy referencyjnej NBP (Wykres 2.53).

Depozyty i agregaty monetarne

Ze względu na wzrost stanu depozytów przedsiębiorstw w maju, czerwcu i wrześniu br. wartość tego agregatu w okresie kwiecień–wrzesień zwiększyła się o 11,2 mld zł, tj. o 8,1%. Jednocześnie roczne zmiany depozytów przedsiębiorstw obniżają się i od lutego br. kształtują się w pobliżu zera (Wykres 2.54).

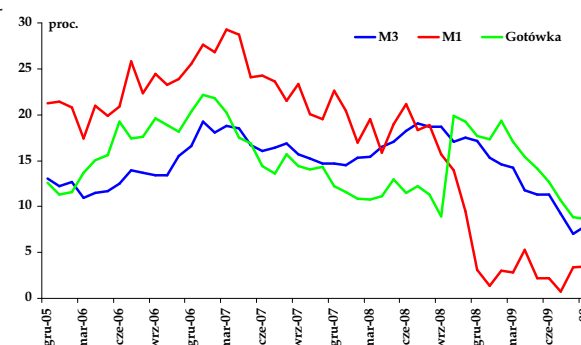
Depozyty gospodarstw domowych wzrosły w okresie kwiecień–wrzesień 2009 r. o 10,7 mld zł, tj. 3,0% (wobec 19,8 mld zł, tj. 6,8% w tych samych miesiącach ub.r.), a ich roczna dynamika obniżyła się o 4,4 pkt. proc. do 17,3%. Było to prawdopodobnie związane ze spowolnieniem wzrostu

płac i dochodów do dyspozycji, a także wzrostem zaangażowania gospodarstw domowych w poza-bankowe formy lokowania oszczędności (Wykres 2.54). Na przyrost aktywów finansowych w okresie kwiecień–sierpień o 25,7 mld złłożył się przede wszystkim wzrost wartości akcji o 11,6 mld zł (tj. o 36,0%) i jednostek funduszy inwestycyjnych o 10,3 mld zł (tj. o 16,7%).

Obserwowane od połowy 2008 r. osłabienie ekspansji monetarnej znalazło odzwierciedlenie w obniżeniu się rocznego tempa wzrostu szerokiego pieniądza M3, które spadło w okresie kwiecień–wrzesień br. o dalsze 3,9 pkt. proc. do 7,8% (Wykres 2.55). Spadek dynamiki dotyczył w ostatnim okresie również najbardziej płynnych komponentów pieniądza zaliczanych do agregatu M1, którego roczne tempo wzrostu obniżyło się od końca kwietnia do końca września br. o 1,8 pkt. proc. do 3,5%.

□ Wykres 2.55:

Agregaty monetarne M3 i M1 oraz pieniądź gotówkowy w obiegu (r/r).



Źródło: Dane NBP.

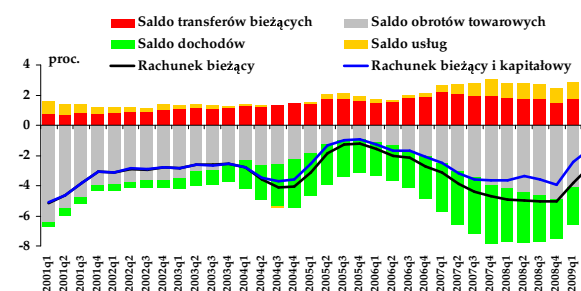
2.6 Bilans obrotów bieżących i kapitałowych

W II kw. br. deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 845 mln EUR i był znacząco niższy niż w analogicznym okresie ub.r. (5,1 mld EUR). Do poprawy salda na rachunku obrotów bieżących przyczyniło się ograniczenie deficytu obrotów towarowych, związane ze znacznie głębszym spadkiem importu niż eksportu, oraz – w mniejszym stopniu – wzrost nadwyżki w handlu usługami. Spadkowi deficytu na rachunku obrotów bieżących towarzyszyło zmniejszenie napływu netto kapitału z tytułu kredytów i pożyczek oraz kredytów handlowych otrzymanych przez polskie podmioty, jak również bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Z drugiej strony, w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. zwiększył się napływ inwestycji portfelowych w dłużne papiery wartościowe.

W relacji do PKB deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kwartałów) obniżył się do 2,9% (wobec 4,0% po I kw. 2009 r. i 5,1% w 2008 r.). Łączny deficyt rachunku bieżącego i kapitałowego w relacji do PKB zmniejszył się po II kw. 2009 r. do 1,9% (wobec 2,7% po I kw. 2009 r.

□ Wykres 2.56:

Saldo obrotów bieżących w relacji do PKB (4 kwartały kroczo).



Źródło: Dane NBP.

i 4,0% w 2008 r.). Deficyt obrotów bieżących został w 58,5% sfinansowany napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich, a deficyt obrotów bieżących i kapitałowych w 90,5% (Wykres 2.56).

Rozdział 3

Polityka pieniężna w okresie czerwiec–październik 2009 r.

Na posiedzeniu w czerwcu 2009 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc. Na posiedzeniach w lipcu, sierpniu, wrześniu i październiku br. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 3,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 5,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 2,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 3,75% w skali rocznej.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w czerwcu, lipcu, sierpniu i wrześniu 2009 r. oraz *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w październiku br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 24 czerwca 2009 r.

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na perspektywach wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce, polityce fiskalnej, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym i w sektorze bankowym. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle czerwcowej projekcji inflacji i PKB.

Dyskutując na temat krajowego wzrostu gospodarczego, zwracano uwagę, że spadek produkcji przemysłowej i bardzo niska dynamika produkcji budowlano-montażowej w maju br. potwierdzają utrzymywanie się niskiej aktywności w polskiej gospodarce. Część członków Rady wskazywała, że wiele wskaźników makroekonomicznych w ostatnim okresie, w tym dane na temat produkcji, była lepsza od oczekiwań, a część wskaźników koniunktury wskazuje obecnie na możliwość poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że pogarszające się wskaźniki koniunktury w handlu detalicznym mogą wskazywać na dalsze ograniczanie popytu konsumpcyjnego, do czego przyczynia się spadek realnego funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw. Członkowie ci zwracali także uwagę, że w świetle wstępnych ocen NBP inwestycje w polskiej gospodarce prawdopodobnie obniżyły się silnie w II

kw. 2009 r. Członkowie ci podkreślali również, że czerwcowa projekcja NBP wskazuje na dalsze znaczące obniżanie się dynamiki PKB w najbliższych kwartałach. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że osłabienie aktywności gospodarczej w Polsce może być silniejsze niż przewiduje projekcja.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na kolejne sygnały poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oraz stabilizację sytuacji na światowych rynkach finansowych. Część członków Rady oceniała jednak, że recesja w gospodarce światowej może trwać dłużej niż się obecnie oczekuje, a poprawa sytuacji na rynkach finansowych może mieć charakter przejściowy. Członkowie ci podkreślali, że dane makroekonomiczne nie wskazują jednoznacznie na odwrócenie spadkowej tendencji wzrostu w Stanach Zjednoczonych. Zdaniem tych członków Rady ożywienie w amerykańskiej gospodarce będzie prawdopodobnie następowało powoli, co może opóźnić wyjście z recesji strefy euro i innych gospodarek rozwiniętych. Członkowie ci zwracali uwagę, że w 2009 r. nadal oczekuje się silnego obniżenia aktywności gospodarczej w strefie euro, a część prognoz wskazuje na ryzyko spadku PKB w tym regionie także w 2010 r.

Analizując sytuację sektora finansów publicznych, wskazywano na niską dynamikę dochodów budżetowych, w tym na znaczący spadek dochodów podatkowych, w pierwszych pięciu miesiącach 2009 r., co przy utrzymującym się wysokim wzroście wydatków doprowadziło do szybkiego zwiększenia się deficytu budżetowego. Część członków Rady zwracała uwagę, że w celu ograniczenia spadku dochodów podatkowych w bieżącym roku rząd będzie dążył do zwiększenia dochodów niepodatkowych, w tym wpływów z tytułu dywidend od spółek z udziałem Skarbu Państwa, co w warunkach utrudnionego dostępu do kredytu może oddziaływać w kierunku dodatkowego zmniejszenia wydatków inwestycyjnych tych przedsiębiorstw. Jednocześnie członkowie ci oceniali, że – mimo ewentualnego zwiększenia wpływów z tytułu dywidend – spadek dochodów budżetu państwa w 2009 r. będzie prawdopodobnie większy od skali zapowiadanego przez rząd zwiększenia planowanego deficytu, co wskazywałoby na konieczność ograniczenia części wydatków. Członkowie ci podkreślali, że ogłaszane wcześniej przez rząd, a także ewentualne dalsze obniżenie wydatków budżetowych będzie oddziaływać w kierunku spadku popytu krajowego. W tym samym kierunku może oddziaływać również ewentualna podwyżka podatków w 2010 r. Zwracano przy tym uwagę, że niepewność dotycząca skali rzeczywistego zmniejszenia wydatków oraz obszarów, których mogłoby ono dotyczyć, w tym niepewność wynikająca z przesunięcia części wydatków z budżetu państwa do innych jednostek sektora finansów publicznych, utrudnia ocenę wpływu zmian polityki fiskalnej na perspektywy krajowego wzrostu gospodarczego.

Oceniając wpływ zmian sytuacji sektora finansów publicznych i polityki fiskalnej na inflację, wskazywano na ryzyko wzrostu inflacji w wyniku ewentualnych podwyżek cen regulowanych oraz podatków pośrednich w 2010 r. Część członków Rady oceniała, że wzrost stawek akcyzy i VAT może oddziaływać w kierunku utrzymania się podwyższonego wskaźnika CPI w 2010 r. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że ewentualne podwyżki podatków, a także zapowiadane przez rząd ograniczenia wydatków budżetowych będą oddziaływać w kierunku spadku popytu krajowego i w konsekwencji presji inflacyjnej. Członkowie ci wskazywali również, że wzrost deficytu budżetowego wynika przede wszystkim z pogorszenia koniunktury, a nie zmniejszenia restrykcyjności polityki fiskalnej.

Analizując zmiany bieżącej inflacji, wskazywano, że w maju br. inflacja obniżyła się do 3,6%, pozostając jednak powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego okre-

ślonej na poziomie 3,5%. Zwracano uwagę, że do spadku inflacji w maju br. przyczynił się ujemny efekt bazy związany z silnym wzrostem cen gazu i energii w analogicznym miesiącu ubiegłego roku. Część członków Rady wskazywała, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w pierwszych miesiącach bieżącego roku było wyższe od średniej z ostatnich ośmiu lat, co poprzez efekt bazy może oddziaływać w kierunku spadku rocznego wskaźnika inflacji na początku 2010 r. Członkowie ci zwracali jednocześnie uwagę, że w 2009 r. inflacja może utrzymać się na podwyższonym poziomie, do czego przyczyni się między innymi dodatni efekt bazy związany z silnym spadkiem cen paliw w II połowie 2008 r.

Omawiając kształtowanie się bieżącej inflacji, część członków Rady zwracała również uwagę, że utrzymywanie się inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego związane jest przede wszystkim z dokonanymi wcześniej podwyżkami cen regulowanych oraz wzrostem cen żywności nieprzetworzonej. Inni członkowie Rady wskazywali, że w kierunku wzrostu inflacji oddziałuje także – i prawdopodobnie będzie nadal oddziałował – inercyjny charakter procesów inflacyjnych. Ponadto oceniali oni, że – mimo osłabienia presji inflacyjnej – w niektórych obszarach gospodarki nadal utrzymuje się presja popytowa, o czym świadczy między innymi wzrost cen usług rynkowych.

Na posiedzeniu odnoszono się także do kształtowania się inflacji HICP w Polsce. Część członków Rady zwracała uwagę, że różnica między dwunastomiesięczną średnią ruchomą inflacją HICP w Polsce a wartością referencyjną dla kryterium stabilności cen zwiększyła się w maju br. do 1,0 pkt. proc. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że inflacja w Polsce jest wyższa niż w krajach Europy Zachodniej przede wszystkim ze względu na znaczące podwyżki cen regulowanych, pozostające poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Na różnicę w poziomach inflacji może wpływać również wcześniejsza deprecjacja kursu złotego oraz mniejsza skala osłabienia wzrostu gospodarczego w Polsce.

Dyskutując o perspektywach inflacji w Polsce, zwracano uwagę na prognozowane znaczące obniżenie inflacji w horyzoncie projekcji. Część członków Rady wskazywała jednak, że sytuacja na części terminowych rynków surowców i żywności wskazuje na ryzyko utrzymania się wzrostowej tendencji cen tych towarów, co może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w Polsce. Ponadto do ograniczenia spadku inflacji w dłuższym okresie będą się przyczyniać zmiany strukturalne w polskiej gospodarce prowadzące do wzrostu popytu na usługi rynkowe. Członkowie ci zwracali również uwagę, że zgodnie z projekcją w latach 2010-2011 wskaźnik inflacji CPI ma być niższy od wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, co nie było obserwowane od 2003 r.

Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że czerwcowa projekcja NBP wskazuje na znaczące pogłębienie się ujemnej luki popytowej prowadzące do silnego osłabienia presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Ponadto niektórzy członkowie Rady oceniali, że w średnim okresie inflacja może kształtować się poniżej centralnej ścieżki projekcji ze względu na ryzyko niższego niż przyjęto w projekcji tempa wzrostu gospodarczego za granicą. Zwracali oni także uwagę, że ze względu na stosunkowo powolne dostosowanie zatrudnienia w pierwszej fazie spadku koniunktury jego dynamika, a w konsekwencji także dynamika jednostkowych kosztów pracy, mogą być w dłuższym horyzoncie niższe niż w projekcji. Członkowie ci oceniali również, że w warunkach niskiego popytu wpływ wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację może być stosunkowo słaby. Ponadto zdaniem tych członków Rady kurs złotego jest obecnie znacząco słabszy od kursu równowagi średniookresowej, co wskazuje, że może się kształtować na silniejszym poziomie niż uwzględniono w projekcji.

Analizując kształtowanie się kursu złotego, wskazywano na jego względną stabilizację w ostatnich miesiącach. Z drugiej strony zwracano jednak uwagę, że w maju i czerwcu br. kurs złotego się osłabił. Podkreślano, że wpływ na zmiany kursu złotego mają obecnie głównie czynniki o charakterze regionalnym, w szczególności niekorzystna sytuacja makroekonomiczna w niektórych krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie wskazywano na niepewność dotyczącą wpływu pogorszenia sytuacji fiskalnej oraz zmieniających się perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce na kurs złotego. Z drugiej strony część członków Rady oceniała, że ryzyko deprecjacji złotego obniżyło się znacząco w związku z poprawą nastrojów na globalnych rynkach finansowych, a także, że jest ono ograniczane przez relatywnie mocne fundamenty polskiej gospodarki.

Omawiając wpływ zmian kursu złotego na gospodarkę, wskazywano, że wcześniejsza deprecjacja kursu przyczyniła się do utrzymania się inflacji na podwyższonym poziomie. Część członków Rady oceniała jednak, że w warunkach niskiego popytu wpływ deprecjacji złotego na inflację będzie się stopniowo zmniejszać. Członkowie ci podkreślali, że obecny poziom kursu złotego zwiększa konkurencyjność polskich produktów na rynkach zagranicznych i na rynku krajowym, co znajduje odzwierciedlenie w poprawie salda na rachunku obrotów bieżących oraz ogranicza spadek produkcji krajowej.

Dyskutując na temat stóp procentowych w kraju i za granicą, wskazywano, że w obecnych warunkach dysparytet stóp procentowych między Polską a strefą euro ma ograniczony wpływ na kształtowanie się kursu złotego. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w przypadku dalszego spadku awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych obecny dysparytet mógłby przyczyniać się do napływu krótkoterminowego kapitału do Polski. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że ryzyko to jest ograniczane przez nadal wysoki poziom premii za ryzyko w odniesieniu do gospodarek wschodzących. W opinii tych członków Rady obecny dysparytet jest zgodny z wyższym w porównaniu ze strefą euro poziomem naturalnej stopy procentowej oraz korzystniejszą sytuacją gospodarczą w Polsce. Ponadto członkowie ci zwracali uwagę, że realne stopy procentowe ex post (deflowane bieżącą inflacją) w Polsce kształtują się na poziomie niższym niż w strefie euro.

Analizując sytuację na rynku kredytowym, wskazywano na dalszy silny spadek dynamiki kredytu dla sektora prywatnego. Część członków Rady zwracała uwagę na rosnące ryzyko kredytowe zarówno w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Członkowie ci wskazywali, że znaczące zwiększenie akcji kredytowej może nastąpić dopiero w sytuacji istotnego zmniejszenia się obaw banków o jakość ich portfeli kredytowych. Ponadto zwracali oni uwagę, że w kierunku ograniczenia akcji kredytowej oddziałuje wysoka preferencja płynności związana z dążeniem banków do poprawy struktury swoich bilansów poprzez zwiększenie udziału aktywów płynnych. Inni członkowie Rady podkreślali, że zwiększeniu akcji kredytowej sprzyjałoby wzmocnienie bazy kapitałowej banków. W tym kontekście oceniali oni, że ewentualna wypłata dywidendy przez PKO BP będzie prawdopodobnie prowadzić do ograniczenia podaży kredytu przez ten bank. Ponadto członkowie ci wskazywali, że w sytuacji, gdyby inne banki również zdecydowały się na wypłatę dywidendy, mogłoby wzrosnąć ryzyko dla stabilności systemu finansowego.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że oczekiwane w czerwcowej projekcji znaczące obniżenie inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, a także dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce, ryzyko utrzymania się przez dłuższy okres niskiej aktywności gospodarczej na świecie oraz relatywnie wysoka restrykcyjność polityki fiskalnej przemawiają za obniżeniem

stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Zdaniem innych członków Rady niski poziom realnych stóp procentowych, utrzymująca się na podwyższonym poziomie bieżąca inflacja oraz niepewność dotycząca perspektyw inflacji w Polsce w świetle rosnących cen surowców na rynkach światowych i utrzymującej się znacznej zmienności kursu złotego, jak również ryzyka związane z przyszłym kształtem polityki fiskalnej uzasadniały utrzymanie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu na niezmiennym poziomie.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, a stopa redyskonta weksli 3,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 29 lipca 2009 r.

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na perspektywach wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce, średniookresowych perspektywach inflacji, polityce fiskalnej oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom globalnego wzrostu gospodarczego, wskazując przy tym na znaczną niepewność co do kształtowania się aktywności w gospodarce światowej zarówno w najbliższym okresie, jak i w dalszej perspektywie. Zwracano uwagę, że w świetle części danych, w tym zwłaszcza dotyczących gospodarek Stanów Zjednoczonych oraz Chin, w II kw. 2009 r. tendencje recesyjne w gospodarce światowej mogły ulec zahamowaniu, co jest w istotnym stopniu związane z realizowanymi w wielu krajach programami stymulacji fiskalnej i monetarnej. Część członków Rady oceniała, że programy te mogą się przyczynić do ożywienia światowej koniunktury w 2010 r. Argumentowali oni, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Chinach może wpłynąć na wzrost aktywności w innych gospodarkach azjatyckich oraz – poprzez zwiększenie wymiany handlowej, w tym wzrost popytu tych krajów na importowane dobra inwestycyjne – na ożywienie gospodarcze także w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. Inni członkowie Rady byli zdania, że napływające informacje nie są jednoznaczne, a na podstawie danych sygnalizujących silny wzrost oszczędności i spadek konsumpcji gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych oraz dalsze pogorszenie się sytuacji na rynku pracy w strefie euro w II kw. br., trudno oczekiwać wyraźnego wzrostu aktywności gospodarczej na świecie w najbliższym okresie. Ponadto argumentowali oni, że wraz z zakończeniem wprowadzanych w Stanach Zjednoczonych i wielu innych krajach programów stymulacyjnych, aktywność w tych gospodarkach może ulec ponownemu obniżeniu, do czego mogą się przyczyniać zmniejszane, w celu ograniczenia deficytów budżetowych, wydatki rządowe oraz ograniczane wydatki zadłużonych gospodarstw domowych.

Odnosząc się do długofalowych perspektyw światowego wzrostu gospodarczego, część członków Rady argumentowała, że globalny kryzys finansowy może negatywnie wpłynąć na tempo wzrostu potencjalnego PKB w wielu krajach. Złożyć się na to może: silny

spadek światowej wymiany handlowej oraz międzynarodowych przepływów kapitałowych, w szczególności bezpośrednich inwestycji zagranicznych, załamanie się części sektora finansowego i związane z tym zmniejszenie dostępu podmiotów gospodarczych do kredytu, a także relatywnie trwały wzrost bezrobocia. Zdaniem tych członków Rady, wysoki poziom niepewności co do wpływu kryzysu finansowego na gospodarkę w dłuższym okresie, znacząco utrudnia ocenę przyszłego tempa wzrostu gospodarczego i presji inflacyjnej na świecie i w Polsce, zwłaszcza przy pomocy – bazujących na historycznych danych – modeli ekonometrycznych.

Odnosząc się do sytuacji w krajowej gospodarce, wskazywano, że w ostatnim okresie pojawiły się pewne pozytywne sygnały dotyczące aktywności gospodarczej. Oceniano, że na wyhamowanie tendencji recesyjnych w Polsce może wskazywać zmniejszenie tempa spadku produkcji przemysłowej, wzrost niektórych wskaźników nastrojów przedsiębiorców, a także to, że część danych za czerwiec okazała się lepsza od oczekiwań. Część członków Rady oceniała, że dynamika PKB w II kw. br. mogła być dodatnia i nieco wyższa niż przewidywano w czerwcowej projekcji, co zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania dodatniego tempa wzrostu PKB w całym 2009 r.

Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w świetle czerwcowej projekcji NBP tempo wzrostu PKB będzie w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej niższe od tempa wzrostu produktu potencjalnego. Członkowie ci oceniali, że w nadchodzącym okresie utrzyma się negatywny wpływ recesji w otoczeniu zewnętrznym na aktywność w polskiej gospodarce, w szczególności niski popyt na polskie produkty eksportowe i spadek bezpośrednich inwestycji zagranicznych, który oddziałuje w kierunku zmniejszenia wydajności pracy. Zwracali oni uwagę, że wzrost bezrobocia, obniżająca się dynamika realnych wynagrodzeń oraz obserwowany do I kw. 2009 r. spadek wartości aktywów gospodarstw domowych będą się przyczyniać do dalszego ograniczenia popytu konsumpcyjnego w nadchodzących kwartałach. Argumentowali także, że perspektywy wzrostu inwestycji w sektorze przedsiębiorstw pozostają niekorzystne m.in. ze względu na pesymistyczne – mimo pewnej poprawy – nastroje przedsiębiorców, utrudniony dostęp do kredytu i możliwe dalsze zaostrzenie polityki kredytowej banków, a także pogarszające się wyniki finansowe firm. W ocenie niektórych członków Rady tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może kształtować się poniżej centralnej ścieżki czerwcowej projekcji NBP m.in. ze względu na możliwą niższą niż przyjęto w projekcji aktywność w otoczeniu zewnętrznym, słabszą niż to wynika z projekcji dynamikę inwestycji w związku z niekorzystnymi nastrojami przedsiębiorców oraz silniejszy wzrost bezrobocia i związany z tym spadek dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Członkowie ci argumentowali także, że obserwowane w ostatnim okresie umocnienie złotego będzie oddziaływać w kierunku zmniejszenia eksportu netto, a w konsekwencji spadku tempa wzrostu PKB.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również polityka fiskalna i jej wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywano, że w świetle przyjętego przez Sejm projektu nowelizacji Ustawy budżetowej na rok 2009 spadek dochodów podatkowych w 2009 r. będzie istotnie większy od skali założonego wzrostu deficytu budżetu państwa. Zdaniem części członków Rady, w warunkach utrzymującego się deficytu strukturalnego sektora finansów publicznych, część ubytku dochodów podatkowych będzie rekompensowana przez doraźne działania mające na celu zwiększenie dochodów niepodatkowych albo zmniejszenie lub przesunięcie w czasie wydatków budżetowych. W ocenie tych członków Rady, działania takie przyczynią się do jednorazowego ograniczenia deficytu budżetu państwa w 2009 r. i jednocześnie do jego zwiększenia w latach

kolejnych. Stwarza to ryzyko przekroczenia przez państwowy dług publiczny przewidzianych w Ustawie o finansach publicznych tzw. progów ostrożnościowych oraz limitu określonego w Konstytucji, co skutkowałoby koniecznością silnego zacieśnienia polityki fiskalnej i oddziaływałoby procyklicznie w kierunku obniżenia popytu krajowego i tempa wzrostu PKB. Ponadto, w ocenie tych członków Rady, zakładane w omawianym projekcie przesunięcie części wydatków budżetu państwa do innych jednostek sektora finansów publicznych prowadzi do zmniejszenia przejrzystości finansów publicznych i zwiększenia niepewności co do rzeczywistej skali nierównowagi fiskalnej w Polsce. W tym kontekście podkreślano potrzebę przeprowadzenia w Polsce w dłuższym okresie reform strukturalnych, w tym reformy finansów publicznych, które sprzyjałyby trwałemu zwiększeniu tempa wzrostu gospodarczego.

Dyskutując na temat bieżącej inflacji, wskazywano, że w czerwcu br. inflacja CPI obniżyła się do poziomu górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego NBP (tj. 3,5%), na co wpłynął przede wszystkim silniejszy niż rok wcześniej sezonowy spadek dynamiki cen żywności oraz wynikające głównie z efektu bazy obniżenie dynamiki cen nośników energii. Część członków Rady zwracała uwagę, że w czerwcu obniżyła się także inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii, która w całym II kw. br. okazała się nieznacznie niższa niż prognozowano w czerwcowej projekcji inflacji. Inni członkowie Rady podkreślali, że w ostatnich kwartałach inflacja bazowa utrzymywała się na podwyższonym poziomie i nie uległa wyraźnemu obniżeniu mimo silnego spadku tempa wzrostu gospodarczego, co wskazuje na inercyjny charakter procesów inflacyjnych. W szczególności ceny części usług rynkowych w ostatnich miesiącach nadal rosły, co zdaniem tych członków Rady może świadczyć o utrzymywaniu się presji popytowej w niektórych segmentach gospodarki. Ponadto członkowie ci wskazywali, że mimo obniżenia w czerwcu, w całym II kw. inflacja CPI okazała się wyraźnie wyższa niż w czerwcowej projekcji. W tym kontekście wskazywano, że realne stopy procentowe ex post (deflowane bieżącą inflacją) w Polsce kształtują się na poziomie bliskim zera.

Analizując średniookresowe perspektywy inflacji, część członków Rady oceniała, że – zgodnie z czerwcową projekcją – inflacja w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej obniży się poniżej celu inflacyjnego, do czego przyczyni się ujemna luka popytowa oraz spadek presji płacowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że inflacja w średnim okresie może być niższa niż to przewiduje centralna ścieżka projekcji ze względu na niższe tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy, co mogłoby wynikać z głębszego niż uwzględniono w projekcji spadku dynamiki wynagrodzeń. Ponadto w warunkach niskiego popytu wpływ wzrostu jednostkowych kosztów pracy na inflację może być ograniczony. Wśród czynników, które mogą oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji w nadchodzącym okresie wymieniano także obserwowane w ostatnich miesiącach istotne umocnienie kursu złotego.

Inni członkowie Rady oceniali, że inflacja w nadchodzących kwartałach może ukształtować się powyżej centralnej ścieżki projekcji m.in. ze względu na ryzyko wzrostu cen surowców i żywności powyżej poziomów uwzględnionych w projekcji, a także utrzymujący się wysoki popyt na niektóre usługi, wynikający ze zmian strukturalnych zachodzących w polskiej gospodarce i skutkujący wzrostem cen tych usług. Członkowie ci zwracali ponadto uwagę, że zgodnie z czerwcową projekcją wskaźnik inflacji CPI ma być w latach 2010-2011 niższy od wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, co nie było obserwowane od 2003 r. Argumentowali również, że w związku z trudną sytuacją dochodową sektora finansów publicznych w nadchodzącym okresie mogą nastąpić kolejne podwyżki cen administrowanych, co opóźniałoby spadek inflacji. Z drugiej strony

podkreślali oni jednak, że podwyższony poziom inflacji w nadchodzącym okresie będzie wynikać w znacznej mierze z dokonanych wcześniej oraz możliwych dalszych podwyżek cen administrowanych, a jedynie w niewielkim stopniu z utrzymywania się presji popytowej.

Rada omawiała sytuację na rynku kredytowym i kształtowanie się rynkowych stóp procentowych w Polsce. Wskazywano, że mimo dokonanych obniżek stóp procentowych NBP w czerwcu br. wzrosło oprocentowanie części nowoudzielonych kredytów, co przy jednoczesnym obniżeniu oprocentowania części nowych umów depozytowych wskazuje na wzrost marż odsetkowych banków. Zdaniem części członków Rady, brak odpowiedniego przełożenia zmiany stopy referencyjnej na stopę oprocentowania nowych kredytów stanowi argument przemawiający przeciwko dalszym obniżkom stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady argumentowali, że dokonane obniżki stóp procentowych NBP przyczyniły się w dłuższej perspektywie do obniżenia oprocentowania kredytów, a ograniczenie akcji kredytowej i wzrost marż odsetkowych są związane z rosnącym ryzykiem kredytowym, szczególnie w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw. Rada analizowała także wpływ stóp procentowych NBP na długoterminowe stopy procentowe.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że niepewność dotycząca perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce uzasadnia pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że wobec niskiego poziomu realnych stóp procentowych, utrzymującej się na podwyższonym poziomie bieżącej inflacji oraz zrównoważonego ich zdaniem prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie, stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie również w kolejnych miesiącach. Inni członkowie Rady oceniali, że inflacja w średnim okresie spadnie poniżej celu inflacyjnego NBP, co w połączeniu z ryzykiem silniejszego od oczekiwań obniżenia tempa wzrostu gospodarczego może uzasadniać kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w przyszłości. Na posiedzeniu przeważało stanowisko, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 26 sierpnia 2009 r.

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na perspektywach wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce, średniookresowych perspektywach inflacji, kształtowaniu się kursu złotego oraz sytuacji na rynku kredytowym.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki zwracano uwagę, że dane dotyczące Stanów Zjednoczonych i strefy euro, w tym dane o PKB w II kw. 2009 r., wskazują na wyhamowanie zjawisk recesyjnych w tych gospodarkach. W szczególności podkreślano, że PKB w ujęciu kwartalnym wzrósł w Niemczech i Francji, tj. krajach

będących najważniejszymi odbiorcami polskiego eksportu. Wskazywano, że do wzrostu PKB mógł przyczynić się rosnący popyt na eksport tych krajów ze strony gospodarki chińskiej, związany z działaniem pakietu fiskalnego wspierającego inwestycje sektora publicznego w Chinach. Zwracano uwagę, że od lipcowego posiedzenia Rady nastąpiła również dalsza poprawa większości wskaźników koniunktury oraz nieznacznie podwyższono prognozy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych i strefie euro na 2010 r.

Równocześnie podkreślano jednak, że aktywność gospodarcza na świecie nadal kształtuje się na niskim poziomie i obecnie trudno ocenić na ile trwałe okaże się wyhamowanie tendencji recesyjnych i jaka będzie skala ewentualnego ożywienia. Znaczna niepewność co do perspektyw gospodarki światowej związana jest przede wszystkim z wygasaniem w przyszłym roku pakietów stymulacyjnych, które obecnie w istotny sposób przyczyniają się do osłabienia recesji w największych gospodarkach. Niekorzystna sytuacja na rynku pracy, silny wzrost oszczędności i spadek konsumpcji w Stanach Zjednoczonych oraz dalsze pogarszanie się sytuacji na rynku pracy w strefie euro wskazują także, że pakiety stymulacyjne mogą mieć ograniczony wpływ na ożywienie popytu prywatnego. Ważnym uwarunkowaniem globalnego wzrostu gospodarczego będzie również kształtowanie się wzrostu PKB w Chinach. Ocena perspektyw wzrostu gospodarczego jest dodatkowo utrudniana przez utrzymujące się problemy sektora bankowego.

Część członków Rady argumentowała, że wymienione czynniki mogą spowodować, że po okresie przejściowego ożywienia koniunktury związanego bezpośrednio z działaniem pakietów stymulacyjnych, nastąpi ponowne osłabienie tempa wzrostu w gospodarce światowej. W szczególności, członkowie ci argumentowali, że spodziewane ożywienie w strefie euro może nie być trwałe. W tym kontekście wskazywali oni, że mimo pewnej poprawy sytuacji na rynkach finansowych, większość banków komercyjnych działających w strefie euro nadal zacieśnia politykę kredytową. Inni członkowie Rady oceniali, że mimo utrzymującej się znacznej niepewności, napływające informacje wskazują na poprawę perspektyw wzrostu gospodarki światowej, co może sugerować, że światowa recesja okaże się łagodniejsza niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci wskazywali ponadto, że rosnąca rola krajów azjatyckich w gospodarce światowej może przyczynić się do ożywienia koniunktury w strefie euro mimo słabego popytu wewnętrznego w tej gospodarce.

Analizując procesy inflacyjne za granicą zwracano uwagę, że mimo wzrostu cen surowców, pogłębił się spadek ogólnego poziomu cen w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, przy jednoczesnym dalszym obniżeniu się dodatnich wskaźników inflacji bazowej. Część członków Rady argumentowała, że tendencje te wskazują, iż ewentualne zagrożenia inflacyjne na świecie mają prawdopodobnie raczej charakter długookresowy i w najbliższych kwartałach nie należy oczekiwać, aby główne banki centralne rozpoczęły zaostrzanie polityki pieniężnej. Zdaniem tych członków Rady, utrzymująca się presja na spadek cen w gospodarce światowej wpłynie poprzez ceny importu na ograniczenie inflacji w Polsce. Inni członkowie Rady wskazywali, że ze względu na bezprecedensową skalę działań stymulacyjnych w największych gospodarkach bardzo duże znaczenie dla trwałego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i w konsekwencji dla ustabilizowania inflacji na niskim poziomie będzie miała wiarygodność tzw. strategii wyjścia z ekspansywnej polityki makroekonomicznej.

Odnosząc się do sytuacji w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że dane dotyczące krajowej koniunktury nie są jednoznaczne. Z jednej strony, dalszy spadek polskiego eksportu i utrzymanie się ujemnej rocznej dynamiki produkcji przemysłowej (w tym produkcji dóbr zaopatrzeniowych i inwestycyjnych), pogłębienie się spadku zatrudnie-

nia w sektorze przedsiębiorstw, wzrost stopy bezrobocia i dalsze ograniczenie akcji kredytowej wskazują na utrzymywanie się niskiej aktywności w polskiej gospodarce. Z drugiej strony, wzrosła większość wskaźników koniunktury, co może sygnalizować poprawę sytuacji gospodarczej w kolejnych miesiącach.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego zwracano uwagę, że zależą one w znacznym stopniu od stanu koniunktury za granicą i związanego z nią popytu zewnętrznego na polskie produkty. Wskazywano, że czynnikami wspierającymi wzrost gospodarczy w Polsce jest utrzymujący się, choć niższy niż w poprzednich kwartałach, wzrost konsumpcji oraz dodatni wkład eksportu netto związany zarówno z poprawą cenowej konkurencyjności produkcji krajowej względem importu wynikającą z deprecjacji złotego w II poł. 2008 r. i na początku 2009 r., jak również z działaniem pakietów stymulacyjnych w głównych światowych gospodarkach. W tym kontekście argumentowano, że czynnikami niepewności dla wzrostu PKB w Polsce są trwałość wyhamowania tendencji recesyjnych u głównych partnerów handlowych Polski oraz kształtowanie się kursu walutowego. Część członków Rady wskazywała, że obserwowana w ostatnich miesiącach aprecjacja złotego, poprzez obniżenie konkurencyjności cenowej polskich produktów, może przyczynić się do zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB i oddziaływać w kierunku wydłużenia okresu spowolnienia w polskiej gospodarce. Członkowie ci argumentowali, że w tym samym kierunku może oddziaływać pogarszanie się sytuacji na rynku pracy, w tym obniżanie się realnego funduszu płac, które może przełożyć się na ograniczenie popytu konsumpcyjnego. Wskazywano, że czynnikiem, który negatywnie wpływa na perspektywy wzrostu PKB jest również ograniczenie podaży kredytów przez banki.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu było również kształtowanie się bieżącej i oczekiwanej inflacji. Wskazywano, że do wzrostu inflacji w lipcu br. do 3,6%, tj. powyżej celu inflacyjnego NBP wynoszącego 2,5%, a także nieznacznie powyżej górnej granicy odchyień od celu określonej na poziomie 3,5%, przyczynił się przede wszystkim silny wzrost cen wyrobów tytoniowych wynikający ze zmian stawek podatku akcyzowego oraz dalszy wzrost cen paliw. Część członków Rady argumentowała, że mimo iż w najbliższym okresie inflacja może nadal kształtować się na podwyższonym poziomie – na co złożą się głównie relatywnie wysoka roczna dynamika cen żywności oraz cen regulowanych – dostępne prognozy wskazują na jej spadek w II poł. 2010 r., do czego powinna przyczynić się ujemna luka popytowa związana z wciąż słabym popytem zewnętrznym i wewnętrznym, utrzymująca się niska presja płacowa, a także dotychczasowa aprecjacja złotego.

Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że inflacja CPI w Polsce charakteryzuje się relatywnie dużą inercją, a biorąc pod uwagę wyniki kolejnych projekcji, horyzont powrotu inflacji do celu wydłuża się, co nie sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych. Członkowie ci wskazywali, że zgodnie z czerwcową projekcją wskaźnik inflacji CPI ma być w latach 2010-2011 niższy od wskaźnika inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, co nie było obserwowane od 2003 r. Część członków Rady argumentowała ponadto, że obniżenie się tempa wzrostu produktu potencjalnego w połączeniu z poprawą perspektyw wzrostu gospodarczego może spowodować, że domknięcie się ujemnej luki popytowej nastąpi wcześniej niż oczekiwano. Zwracano także uwagę, że obecnie zarówno inflacja, jak i dynamika PKB w Polsce są istotnie wyższe niż w większości krajów Unii Europejskiej.

Rada poświęciła wiele uwagi kształtowaniu się kursu walutowego, zwracając uwagę na jego umocnienie w ostatnim okresie. Część członków Rady wskazywała, że poprawa

nastrojów na światowych rynkach finansowych, relatywnie korzystna sytuacja gospodarcza w Polsce na tle pozostałych krajów UE oraz dostęp do elastycznej linii kredytowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego zmniejszają ryzyko silnej deprecjacji złotego. Jednocześnie zwracano uwagę na utrzymującą się podwyższoną zmienność kursu złotego.

Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem wpływającym na kurs złotego może być utrzymujący się dysparytet nominalnych stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi sprzyjający – zwłaszcza w warunkach stabilizowania się sytuacji na rynkach finansowych – napływowi kapitału, co jest odzwierciedlone we wzroście udziału inwestorów zagranicznych w rynku polskich skarbowych papierów wartościowych. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że dla perspektyw napływu kapitału do krajów Europy Środkowo-Wschodniej większe znacznie ma nastawienie inwestorów zagranicznych do tego regionu oraz dysparytet w ujęciu realnym, który jest znacznie mniejszy niż w ujęciu nominalnym.

Odnosząc się do sytuacji w sektorze bankowym, wskazywano – z jednej strony – na dalsze ograniczenie akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw, a z drugiej – na utrzymywanie się na stabilnym poziomie przyrostu kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na podwyższenie przez banki marż, co powoduje, że obniżenie kosztu nowych kredytów jest mniejsze niż skala dotychczasowych obniżek stóp procentowych NBP. Zdaniem tych członków Rady, w polityce pieniężnej należy uwzględniać zmiany marż wynikające z cyklu koniunkturalnego. Inni członkowie Rady argumentowali, że w obecnej sytuacji działanie kanału kredytowego jest ograniczone, co oznacza, że ewentualne dalsze obniżki stóp procentowych miałyby niewielki efekt podażowy dla rozwoju akcji kredytowej.

Analizując sytuację w sektorze bankowym Rada dyskutowała również o bankach spółdzielczych. Zwracano uwagę na duże lokalne znaczenie tych instytucji m.in. ze względu na oferowane przez nie preferencyjne kredyty na inwestycje i rozwój gospodarstw rolnych oraz zaangażowanie w finansowanie samorządów. Wskazywano, że banki spółdzielcze charakteryzują się nadwyżką depozytów nad kredytami i niższym niż banki komercyjne udziałem kredytów zagrożonych w portfelu kredytów, co sprawia, że banki te dysponują dużym potencjałem dla rozwoju akcji kredytowej. Zdaniem części członków Rady, zwiększenie akcji kredytowej przez banki spółdzielcze wymaga jednak podjęcia działań mających na celu zwiększenie funduszy własnych tego sektora.

Dyskutując o stopach procentowych niektórzy członkowie Rady wskazywali, że realne stopy *ex ante*, tj. deflowane oczekiwaną inflacją pozostają dodatnie, co w połączeniu z utrzymaniem się ujemnej luki popytowej może uzasadniać dalsze obniżanie stóp NBP. Inni członkowie Rady argumentowali, że w sytuacji dużej niepewności towarzyszącej prognozom inflacji i jednocześnie jej wysokiej uporczywości, podmioty przy podejmowaniu decyzji w większym stopniu mogą brać pod uwagę realne stopy procentowe *ex post* tj. deflowane bieżącą inflacją, które są obecnie bliskie zera i można oczekiwać, że również w najbliższych miesiącach będą kształtowały się na bardzo niskim poziomie.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że niepewność dotycząca perspektyw inflacji oraz wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce uzasadnia pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że ryzyko długotrwałego utrzymywania się niskiego tempa wzrostu gospodarczego w połączeniu z prognozowanym znacznym obniżeniem się inflacji w 2010 r. może uzasadniać kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w przyszłości. Ponadto argumentowano,

że przewidywany wzrost deficytu sektora finansów publicznych będzie głównie efektem działania automatycznych stabilizatorów koniunktury, a nie antycyklicznych działań w polityce fiskalnej, co – zdaniem tych członków Rady – nie ogranicza możliwości dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że napływające dane wskazują, iż recesja w gospodarce światowej oraz spowolnienie wzrostu w Polsce mogą okazać się łagodniejsze niż wcześniej oczekiwano. Członkowie ci argumentowali, że oznaki poprawy koniunktury uzasadniają ocenę, iż prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie są zbliżone, a stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie również w najbliższych miesiącach.

Na posiedzeniu przeważało stanowisko, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 30 września 2009 r.

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na perspektywach wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce, średniookresowych perspektywach inflacji, polityce fiskalnej oraz sytuacji w sektorze bankowym.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Podkreślano, że dane dotyczące Stanów Zjednoczonych, w tym wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, poprawa sytuacji na rynku nieruchomości oraz dalszy wzrost wskaźników koniunktury, sygnalizują ożywienie aktywności w tej gospodarce. Odnosząc się do sytuacji w strefie euro zwracano uwagę, że mimo poprawy wskaźników koniunktury, dane dotyczące sfery realnej wskazują, że ożywienie w strefie euro nastąpi prawdopodobnie z pewnym opóźnieniem w stosunku do gospodarki amerykańskiej.

Część członków Rady argumentowała, że czynnikiem ryzyka dla trwałości ożywienia w gospodarce światowej pozostaje wzrost bezrobocia w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. W tym kontekście zwracano uwagę na niekorzystne perspektywy ożywienia konsumpcji prywatnej w warunkach pogarszającej się sytuacji na rynku pracy w tych gospodarkach oraz oczekiwanego wygasania pod koniec 2010 r. fiskalnych pakietów stymulacyjnych i możliwości rozpoczęcia przez banki centralne realizacji tzw. strategii wyjścia z ekspansywnej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady wskazywali, że dodatkowymi czynnikami wpływającymi negatywnie na perspektywy konsumpcji w Stanach Zjednoczonych są wzrost oszczędności gospodarstw domowych oraz ograniczenie możliwości zaciągania kredytów hipotecznych przez sektor prywatny w związku ze znacznym spadkiem cen nieruchomości na rynku amerykańskim, który zapoczątkował kryzys w sektorze bankowym. Z kolei omawiając sytuację w strefie euro, członkowie ci podkreślali, że do wyhamowania zjawisk recesyjnych w tej gospodarce w II kw. 2009 r.

prawdopodobnie w istotnym stopniu przyczynił się wzrost importu dóbr inwestycyjnych ze strony Chin. Zdaniem tych członków Rady, możliwe osłabienie popytu zewnętrznego po wygaśnięciu pakietu stymulacyjnego w gospodarce chińskiej jest źródłem ryzyka dla trwałości ożywienia w strefie euro.

Odnosząc się do perspektyw światowego wzrostu gospodarczego część członków Rady wskazywała, że choć konsumpcja prywatna w Stanach Zjednoczonych i strefie euro może okazać się słaba, to wzrost popytu ze strony największych gospodarek wschodzących, w których dokonuje się proces realnej konwergencji i które charakteryzują się istotnie wyższym tempem wzrostu PKB niż kraje rozwinięte, przełoży się na trwałe ożywienie aktywności w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Członkowie ci argumentowali ponadto, że ożywieniu aktywności zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i strefie euro będzie sprzyjał stopniowy wzrost wydajności pracy, którego można oczekiwać biorąc pod uwagę, że źródłem kryzysu w obu gospodarkach były głównie problemy sektora finansowego, a nie zjawiska dotyczące sfery realnej. Zdaniem tych członków Rady, wzrost PKB najważniejszych gospodarek światowych może relatywnie szybko powrócić do poziomu ich wzrostu potencjalnego.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji na świecie, część członków Rady podkreślała, że trudna sytuacja na rynku pracy w największych gospodarkach rozwiniętych i relatywnie niska presja popytowa, w połączeniu z zahamowaniem w sierpniu 2009 r. wzrostowej tendencji cen ropy naftowej, będą ograniczały wzrost inflacji na świecie w najbliższych kwartałach.

Omawiając sytuację w polskiej gospodarce wskazywano, że dane o PKB w II kw. 2009 r. okazały się trochę lepsze od oczekiwań. Równocześnie podkreślano, że wzrost PKB wynikał głównie z dodatniego – wskutek mniejszego spadku eksportu niż importu – wkładu eksportu netto, przy spadku popytu krajowego, na który złożyło się dalsze wyhamowanie konsumpcji oraz spadek inwestycji i zapasów. Odnosząc się do danych za sierpień 2009 r., z jednej strony zwracano uwagę na niższą od oczekiwań dynamikę produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a z drugiej strony – na dalszą poprawę wskaźników koniunktury.

Część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika eksportu jest nadal ujemna, a oczekiwane nieznaczne ożywienie aktywności w strefie euro prawdopodobnie nie od razu przełoży się na istotny wzrost popytu zewnętrznego na polskie produkty. Argumentowano, że ewentualne dalsze umocnienie się kursu złotego, poprzez pogorszenie cenowej konkurencyjności dóbr krajowych, może przyczynić się do osłabienia dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Członkowie ci wskazywali również na utrzymującą się niekorzystną sytuację na rynku pracy jako na czynnik oddziałujący w kierunku niższej konsumpcji i w konsekwencji słabszej aktywności gospodarczej. Zdaniem tych członków Rady, przy wciąż niekorzystnych perspektywach wzrostu inwestycji prywatnych i ryzyku ograniczenia inwestycji publicznych w obliczu pogarszającej się sytuacji sektora finansów publicznych, utrzymuje się znaczna niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w polskiej gospodarce.

Inni członkowie argumentowali, że oczekiwane ożywienie w gospodarce światowej będzie czynnikiem wspierającym krajowy wzrost PKB. Ponadto zdaniem tych członków Rady, skala pogorszenia się sytuacji na rynku pracy nie będzie tak silna jak wcześniej oczekiwano, w szczególności ze względu na fakt, że spadek zatrudnienia będzie ograniczany przez obniżanie się realnych wynagrodzeń. W efekcie – oceniali oni – że wpływ niekorzystnej sytuacji na rynku pracy na kształtowanie się konsumpcji będzie dość

ograniczony.

Analizując kształtowanie się inflacji zwracano uwagę, że nieznaczny wzrost inflacji w sierpniu 2009 r. wynikał przede wszystkim ze słabszego sezonowego spadku cen żywności, przy utrzymaniu się na niezmiennym poziomie inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii. Część członków Rady argumentowała, że zgodnie z większością dostępnych prognoz, w kolejnych miesiącach inflacja może przejściowo utrzymać się na podwyższonym poziomie, ale w 2010 r. można oczekiwać jej obniżenia się nawet poniżej celu inflacyjnego. Do istotnego spadku inflacji w 2010 r. – zdaniem tych członków Rady – przyczynią się opóźnione efekty pogorszenia się sytuacji na rynku pracy powodujące ograniczenie zarówno popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych, jak i dynamiki kosztów przedsiębiorstw. Członkowie ci wskazywali, że spadkowi inflacji sprzyjać będą również dotychczasowa aprecjacja kursu, a także stabilizacja cen surowców na rynkach światowych.

Inni członkowie Rady podkreślali, że stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego powinno przekładać się na odbudowę popytu, a domknięcie się ujemnej luki popytowej może nastąpić wcześniej niż oczekiwano. Ponadto podwyższony poziom inflacji, w tym utrzymujący się wzrost cen usług, nie potwierdza – zdaniem tych członków Rady – znaczącego ograniczenia presji popytowej, jakiego można by oczekiwać biorąc pod uwagę silne osłabienie wzrostu PKB. Odnosząc się do prognoz, członkowie ci wskazywali, że inflacja w II i III kw. 2009 r. okazała się istotnie wyższa niż oczekiwano w czerwcowej projekcji. Ponadto zdaniem tych członków Rady można oczekiwać, że prognozowane obniżenie się inflacji poniżej celu w 2010 r. może być krótkotrwałe. Członkowie ci argumentowali, że zgodnie z aktualnymi prognozami krótkookresowymi oczekiwany spadek inflacji w 2010 r. ma w znacznym stopniu wynikać z silnego obniżenia się dynamiki cen żywności, co biorąc pod uwagę przeciętną dynamikę cen tej grupy towarów w ostatnich latach jest mało prawdopodobne. Ponadto Rada, omawiając perspektywy inflacji, wskazywała na ryzyko wzrostu cen regulowanych i podatków pośrednich w 2010 r., które z jednej strony bezpośrednio przekładają się na podniesienie ogólnego poziomu cen, a z drugiej strony powodują obniżenie siły nabywczej gospodarstw domowych i spadek presji popytowej oddziałując w kierunku niższej inflacji.

Dyskutując o sytuacji w sektorze finansów publicznych, część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost deficytu i długu publicznego w relacji do PKB wynika w dużej mierze z silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Wskazywano, że w pozostałych państwach UE również następuje znaczne zwiększenie nierównowagi finansów publicznych i to w większej skali niż w Polsce. Inni członkowie Rady podkreślali, że ważne dla inwestorów zagranicznych będzie porównanie relacji deficytu i długu publicznego do PKB w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce, z krajami wschodzącymi, które charakteryzują się mniejszą skalą nierównowagi fiskalnej. W tym kontekście argumentowano, że pogarszająca się sytuacja fiskalna może oddziaływać w kierunku osłabienia kursu złotego.

Odnosząc się do planowanego zwiększenia w 2010 r. nierównowagi w finansach publicznych, część uczestników dyskusji wskazywała, że silny wzrost deficytu sektora finansów publicznych może uzasadniać zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej. Członkowie ci zwracali równocześnie uwagę, że choć w sytuacji niskiej aktywności gospodarczej wzrost wydatków publicznych wspiera wzrost PKB, to wraz z ożywieniem dominującym efektem może być tzw. efekt wypychania popytu sektora prywatnego wydatkami publicznymi. Inni członkowie Rady argumentowali, że przewidywany wzrost deficytu sektora finansów publicznych będzie głównie efektem działania automatycz-

nych stabilizatorów koniunktury, a nie antycyklicznych działań w polityce fiskalnej, co nie ogranicza możliwości utrzymywania akomodacyjnej polityki pieniężnej.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu była również sytuacja w sektorze bankowym. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że zaostrzenie polityki kredytowej banków wobec przedsiębiorstw jest bardzo silne, co może prowadzić do istotnego ograniczenia wzrostu gospodarczego. W tym kontekście dyskutowano na temat zwiększenia dostępu sektora przedsiębiorstw do kredytu bankowego poprzez wprowadzenie przez bank centralny, podobnie jak czynią to główne banki centralne na świecie, nowych instrumentów polityki pieniężnej. Zdaniem części członków Rady wprowadzenie nowych instrumentów, tj. kredytu wekslowego oraz zakupu przez bank centralny obligacji banków komercyjnych umożliwi bankom zwiększenie akcji kredytowej. Członkowie ci argumentowali, że uruchomienie nowych instrumentów może ułatwić przedsiębiorstwom uzyskanie kredytu zarówno krótkoterminowego, co ograniczyłoby ryzyko utraty przez nie płynności, jak i kredytu długoterminowego, co ograniczyłoby skalę zmniejszania inwestycji. Zdaniem tych członków Rady sposób implementacji i kształt nowych instrumentów, ograniczają ryzyko nadmiernej ingerencji banku centralnego w system zarządzania ryzykiem kredytowym przez banki.

Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że ograniczenie akcji kredytowej jest typowe dla fazy spowolnienia gospodarczego i wynika nie tylko z ograniczenia podaży kredytu oraz wzrostu jego kosztu, ale także ze zmniejszonego zapotrzebowania na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Podczas dyskusji zwracano także uwagę, że skala ograniczenia akcji kredytowej w Polsce jest mniejsza niż w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Odnosząc się do działań innych banków centralnych, członkowie ci wskazywali na lepszą sytuację gospodarczą w Polsce niż w krajach, w których podejmowane są niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej. Równocześnie członkowie ci podkreślali, że wprowadzenie proponowanych instrumentów może oddziaływać w kierunku wzrostu luki finansowania banków (tj. różnicy między wielkością zebranych depozytów a udzielonymi kredytami). Członkowie ci argumentowali także, że ułatwione pozyskiwanie środków w banku centralnym może zmniejszać motywację banków do właściwej wyceny ryzyka kredytowego. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, bank centralny nie powinien zwiększać bazy kapitałowej banków poprzez emisję pieniądza, a inwestycje w gospodarce powinny być finansowane przede wszystkim z oszczędności. W opinii tych członków Rady, wprowadzenie nowych instrumentów stworzyłoby ryzyko nadmiernej emisji pieniądza w gospodarce.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że informacje dotyczące sytuacji gospodarczej, które napłynęły od ostatniego posiedzenia uzasadniają pozostawienie stóp bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady była zdania, że dostępne dane – w tym wyższy od oczekiwań wzrost PKB w II kw. 2009 r. oraz utrzymywanie się inflacji powyżej celu i czerwcowej projekcji – a także dalsza poprawa perspektyw aktywności gospodarczej uzasadniają ocenę, że prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie są zbliżone. Inni członkowie Rady argumentowali, że niepewność dotycząca skali i trwałości ożywienia w gospodarce światowej i polskiej jest nadal wysoka, a pełniejsza ocena sytuacji makroekonomicznej możliwa będzie po zapoznaniu się Rady z październikową projekcją inflacji i PKB. Na posiedzeniu przeważało stanowisko, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Jednocześnie większość członków Rady uznała, że w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie

poniżej celu inflacyjnego uległo zmniejszeniu.

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 27-28 października 2009 r.

Ostatnie dane wskazują na dalszą poprawę aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro, choć aktywność ta utrzymuje się na niskim poziomie. W obu gospodarkach ponownie nieznacznie podwyższono prognozy wzrostu PKB na 2010 r. Nadal trudno ocenić skalę i trwałość oczekiwanego ożywienia, szczególnie w warunkach utrzymujących się problemów sektora finansowego i perspektyw stopniowego ograniczania pakietów stymulacyjnych.

W największych gospodarkach utrzymał się – związany z globalną recesją oraz wcześniejszym obniżeniem cen żywności i surowców – spadek ogólnego poziomu cen. Z kolei ceny ropy naftowej na rynkach światowych ponownie wzrosły.

Dane za III kw. 2009 r. dotyczące polskiej gospodarki, w tym dane o produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej, a także większość wskaźników koniunktury sygnalizują poprawę aktywności gospodarczej w tym kwartale. Utrzymuje się niekorzystna sytuacja na rynku pracy: spada zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw oraz rośnie stopa bezrobocia. Towarzyszy temu jednak nieco wyższy od oczekiwań wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach. Niekorzystnie na wzrost gospodarczy wpływa zaostrzanie polityki kredytowej banków, w szczególności w odniesieniu do sektora przedsiębiorstw.

We wrześniu br. roczna inflacja CPI obniżyła się do 3,4%, tj. nieznacznie poniżej górnej granicy odchyień od celu określonej na poziomie 3,5%, pozostając jednak powyżej celu inflacyjnego NBP wynoszącego 2,5%. Do obniżenia się inflacji przyczynił się przede wszystkim spadek rocznej dynamiki cen żywności. Utrzymywanie się rocznego wskaźnika inflacji na podwyższonym poziomie wynika w znacznym stopniu z dotychczasowych podwyżek cen regulowanych oraz wcześniejszej deprecjacji kursu złotego. Utrzymywanie się relatywnie wysokiego poziomu inflacji bazowej oznacza, że dotychczasowe osłabienie popytu nie w pełni zneutralizowało wzrost cen regulowanych i wcześniejszej deprecjacji kursu walutowego.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny NBP projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Zgodnie z październikową projekcją – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,3-3,5% w 2009 r. (wobec 2,8-3,5% w projekcji czerwcowej), 0,8-2,2% w 2010 r. (wobec 1,1-3,2%) oraz 1,1-3,2% w 2011 r. (wobec 0,8-3,4%). Roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z październikową projekcją znajdzie się natomiast z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,1-1,5% w 2009 r. (wobec -0,4-1,1% w czerwcowej projekcji), 0,8-2,8% w 2010 r. (wobec 0,2-2,5%) oraz 2,2-4,2% w 2011 r. (wobec 2,4-4,5%).

W ocenie Rady, w najbliższym okresie inflacja może nadal kształtować się na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen regulowanych, w tym przede wszystkim cen nośników energii oraz cen żywności. W

kierunku utrzymania podwyższonej inflacji może także oddziaływać wzrost cen ropy naftowej, częściowo łagodzony przez dotychczasową aprecjację złotego, a także możliwy dalszy wzrost cen regulowanych. Jednak w średnim okresie niska presja popytowa i ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy, przy utrzymującej się niepewności dotyczącej przyszłego tempa wzrostu gospodarczego, powinny prowadzić do spadku inflacji.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego za zbliżone. W ocenie Rady, oczekiwana poprawa globalnej koniunktury, dokonane obniżki stóp procentowych NBP wraz ze zmniejszeniem stopy rezerwy obowiązkowej powinny sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu. Decyzje Rady w nadchodzących miesiącach będą uwzględniać napływające informacje dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuację na rynkach finansowych w Polsce i na świecie, informacje dotyczące sektora finansów publicznych oraz kształtowanie się kursu złotego.

Rada będzie nadal analizowała wpływ zmian sytuacji na krajowym rynku międzybankowym na działanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce.

Rada podtrzymuje dotychczasowe stanowisko, że przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro w Polsce.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Październik 2009, Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za II kw. 2009 r. oraz Opinię Rady Polityki Pieniężnej do Projektu Ustawy Budżetowej na 2010 r.*

Rozdział 4

Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Zbigniew Hockuba, członek Zarządu NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁴². Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja sporządzana jest przy założeniu stałych stóp procentowych NBP i stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o ich poziomie.

Otoczenie międzynarodowe

Najnowsze dostępne dane wskazują, że w połowie 2009 r. nastąpiło przełamanie tendencji recesyjnych w gospodarce światowej. Sytuacja gospodarcza partnerów handlowych Polski będzie w nadchodzących latach ulegać systematycznej poprawie. Wychodzeniu gospodarki globalnej z kryzysu sprzyja ekspansywna polityka fiskalna i monetarna zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w gospodarkach europejskich. Niepewność co do trwałości i skali ożywienia w sferze realnej, a także brak wyraźnej presji inflacyjnej w krótkim i średnim okresie przyczynią się do odsunięcia w czasie cyklu podwyżek stóp procentowych w strefie euro, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych. Banki centralne tych gospodarek zaczną odchodzić od łagodnej polityki pieniężnej nie wcześniej niż na początku 2010 r.

Po powrocie aprecjacyjnego trendu euro w stosunku do dolara w I poł. 2009 r., w najbliższych kwartałach oczekuje się osłabienia tych tendencji i względnej stabilizacji kursu EURUSD. W porównaniu z sytuacją obserwowaną w ostatnich latach, istotnie zmniejszy się także zmienność cen surowców. Wahania cen surowców rolnych do 2011 r., pomimo odradzającego się popytu, będą jedynie nieznaczne, czemu w średnim horyzoncie projekcji sprzyjać będą m.in. korzystne tegoroczne zbiory zbóż (w porównaniu do średniej z poprzednich sezonów). Ceny surowców energetycznych, ze względu na ożywienie globalnego popytu, będą natomiast stopniowo rosnąć.

⁴²Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

Popyt zagregowany

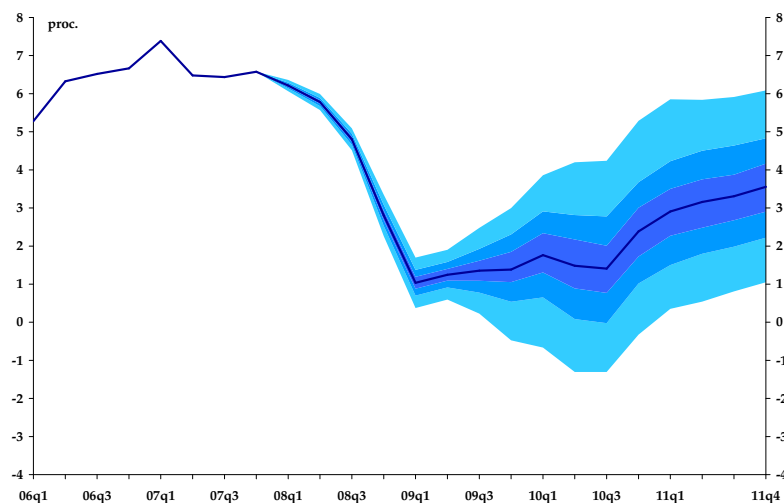
Po wyraźnym spadku w 2009 r., w kolejnych latach następować będzie systematyczna odbudowa popytu krajowego. W 2010 r. znaczący udział we wzroście dynamiki popytu krajowego będzie miał przyrost zapasów, których poziom został silnie zredukowany przez przedsiębiorstwa pod koniec ubiegłego i w I poł. br. Popyt krajowy będzie także stymulowany przez napływ środków z funduszy strukturalnych UE i powiązaną z nimi wysoką dynamikę inwestycji publicznych. W 2011 r. wzrost popytu krajowego w coraz większym stopniu będzie związany z poprawą popytu konsumpcyjnego i rosnącą aktywnością inwestycyjną sektora prywatnego.

W najbliższych kwartałach, ze względu na nadal niekorzystne perspektywy zbytu oraz ograniczoną na skutek restrykcyjnej polityki pożyczkowej banków dostępność kredytów, popyt inwestycyjny przedsiębiorstw prywatnych pozostanie niski. W krótkim horyzoncie projekcji wzrost ryzyka kredytowego, związany z pogorszeniem sytuacji gospodarczej, będzie ograniczał pozytywny wpływ obniżenia stopy referencyjnej banku centralnego na koszt pozyskania kredytu i w efekcie na pobudzenie aktywności inwestycyjnej. Ponownemu wzrostowi dynamiki nakładów brutto na środki trwałe firm w dłuższym horyzoncie projekcji będą sprzyjały natomiast stopniowe ożywienie popytu krajowego i wzrost (po silnym spadku na początku 2009 r.) obrotów handlowych do poziomów obserwowanych przed wybuchem kryzysu, wzrost zaufania inwestorów zagranicznych do regionu odzwierciedlony w zwiększeniu strumienia inwestycji bezpośrednich, a także wysoki poziom inwestycji infrastrukturalnych poprawiających warunki działalności przedsiębiorstw w 2010 r. W tym samym kierunku będzie również oddziaływać stopniowa odbudowa zaufania na rynku międzybankowym oraz spadek ryzyka kredytowego, co będzie prowadziło do spadku kosztu pozyskania kredytu i obniżenia stóp realnych. Czynnikiem hamującym popyt inwestycyjny będzie wzrost cen zaopatrzenia, głównie z importu.

W związku z pogarszającą się – z pewnym opóźnieniem względem osłabienia dynamiki popytu zagregowanego – sytuacją na rynku pracy i spowolnieniem tempa wzrostu dochodów do dyspozycji, gospodarstwa domowe będą nadal ograniczać popyt konsumpcyjny i inwestycyjny. Negatywny wpływ spowolnienia na rynku pracy na wydatki gospodarstw domowych w najbliższych kwartałach będzie wzmacniany przez ostrożną politykę kredytową banków. Obserwowana w ostatnim okresie duża zmienność kursu walutowego, a także znaczna niepewność odnośnie do przyszłego kształtowania się kursu, jak również wzrost marż na kredytach walutowych będą zmniejszały atrakcyjność kredytów hipotecznych denominowanych w walutach obcych, które ze względu na relatywnie niskie oprocentowanie przyczyniły się do nasilenia boomu mieszkaniowego w ostatnich latach. Zmniejszenie popytu na mieszkania łączące się z ograniczeniem możliwości finansowania inwestycji przez gospodarstwa domowe, przy istotnej sztywności cen mieszkań w dół, znajdzie odzwierciedlenie głównie w silnej redukcji nowych inwestycji mieszkaniowych po zakończeniu projektów rozpoczętych w ostatnim okresie.

Od końca 2010 r. wyhamowanie spadku dynamiki płac i wzrostu stopy bezrobocia, wzrost dochodów z własności gospodarstw domowych i systematyczna poprawa warunków kredytowania, przy sprzyjającej polityce stóp procentowych banku centralnego, będą oddziaływać w kierunku przyspieszenia dynamiki konsumpcji indywidualnej, a w dłuższej perspektywie także dynamiki inwestycji mieszkaniowych.

Ożywienie dynamiki popytu krajowego i umocnienie kursu złotego w 2009 r. wpłynie na pogorszenie salda obrotów handlowych w 2010 i 2011 r. W przeciwnym kierunku

Wykres 4.1: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.

Źródło: NBP.

na saldo obrotów handlowych oddziaływać będzie ożywienie popytu importowego w gospodarkach europejskich i amerykańskiej. W konsekwencji od początku przyszłego roku eksport netto przestanie być czynnikiem wspierającym tempo wzrostu PKB, jak to miało miejsce w 2009 r.

Równowaga makroekonomiczna

Tempo wzrostu gospodarczego aż do III kw. 2010 r. utrzyma się na poziomie poniżej 2% r/r. W kolejnych kwartałach dynamika PKB będzie powoli rosła, by w długim horyzoncie projekcji osiągnąć poziom 3,6% r/r, bliski tempu wzrostu produktu potencjalnego (Wykres 4.1). Do 2011 r. rzeczywisty PKB będzie rosł wolniej niż produkt potencjalny gospodarki. W konsekwencji ujemna luka popytowa będzie się rozszerzać, wskazując na spadek presji popytowej w gospodarce.

Czynnikami podtrzymującym wzrost produktu potencjalnego, po osłabnięciu oddziaływania czynników przejściowo podnoszących jego dynamikę w roku bieżącym i poprzednich (m.in. reform podatkowych i efektów wejścia do Unii Europejskiej), będzie szybki wzrost kapitału produkcyjnego związany z intensyfikacją inwestycji infrastrukturalnych. Negatywnie na średniookresowe tempo wzrostu wpływać będzie natomiast wzrost stopy bezrobocia równowagi i ograniczenie akcji inwestycyjnej przedsiębiorstw prywatnych w latach 2009–2010.

Efektem spowolnienia gospodarczego będzie obniżenie popytu na pracę. Spadek liczby pracujących, uwzględniając skalę spowolnienia, będzie umiarkowany ze względu na głębsze dostosowania płac realnych.

Bardziej elastyczne – w porównaniu do poprzednich faz spowolnienia wzrostu w Polsce – dostosowania na rynku pracy oraz sprzyjające ochronie miejsc pracy działania rządu (m.in. uruchomienie programu postojowego i dalsza liberalizacja prawa pracy), ułatwią absorpcję wzrostu podaży pracy łączącą się z korzystnymi zmianami w strukturze demograficznej populacji (rosnący udział w populacji osób w wieku 25–44 lat, cha-

rakteryzujących się wysokim współczynnikiem aktywności zawodowej) i obniżeniem odpływów migracyjnych netto. W 2011 r., ze względu na ponowne ożywienie popytu na pracę, zmniejszy się skala spadku liczby pracujących i przyspieszy tempo wzrostu płac. Jednak w całym horyzoncie projekcji dynamika płac realnych pozostanie niższa niż wzrost wydajności pracy, co będzie oddziaływało w kierunku domykania dodatkowej luki między wynagrodzeniami a produktywnością.

Do końca 2010 r. wzrost rzeczywistej stopy bezrobocia będzie szybszy niż wzrost stopy bezrobocia równowagi, co prowadzić będzie do domykania się luki na bezrobociu. W 2011 r. w wyniku poprawy sytuacji gospodarczej wzrost stopy bezrobocia zostanie zahamowany i nie powinien przekroczyć poziomu 12%. Natomiast wzrost kosztów produkcji związany m.in. ze wzrostem cen dóbr zaopatrzeniowych z importu przełoży się na dalsze łagodne podniesienie stopy bezrobocia równowagi.

Od II kw. 2009 r. realny efektywny kurs złotego umacniał się. Stopniowa normalizacja sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych, szybka poprawa salda obrotów bieżących i kapitałowych, w tym salda handlowego i korzystny dla umocnienia złotego dysparytet realnych stóp procentowych sprzyjały tym tendencjom. W horyzoncie projekcji kurs równowagi, pomimo ożywienia popytu krajowego, które wpłynie na wzrost nadwyżki importu nad eksportem, będzie się systematycznie umacniał. Wpłynie na to m.in. dodatnie saldo transferów związane z napływem funduszy unijnych oraz względnie wysoki wzrost produktu potencjalnego w Polsce.

Poprawa *terms-of-trade* w 2009 r., która dokonuje się pomimo aprecjacji złotego i przy sprzyjających spadkach cen surowców energetycznych na rynkach światowych, ulegnie stopniowemu wyhamowaniu, a następnie odwróci się w horyzoncie projekcji. W coraz większym stopniu ceny w handlu zagranicznym będą wpływać na obniżenie relacji salda obrotów bieżących i kapitałowych do PKB. Relacja ta w 2010 r. ponownie ukształtuje się na ujemnym poziomie, a na koniec 2011 r. osiągnie wielkość ok. -2,5% PKB.

Pogorszenie salda obrotów bieżących i kapitałowych oraz wzrost ryzyka fiskalnego związanego z utrzymującym się wysokim deficytem budżetowym oraz szybkim narastaniem długu publicznego, przełożą się na deprecjację nominalnego kursu złotego od początku 2010 r.

Presja kosztowa

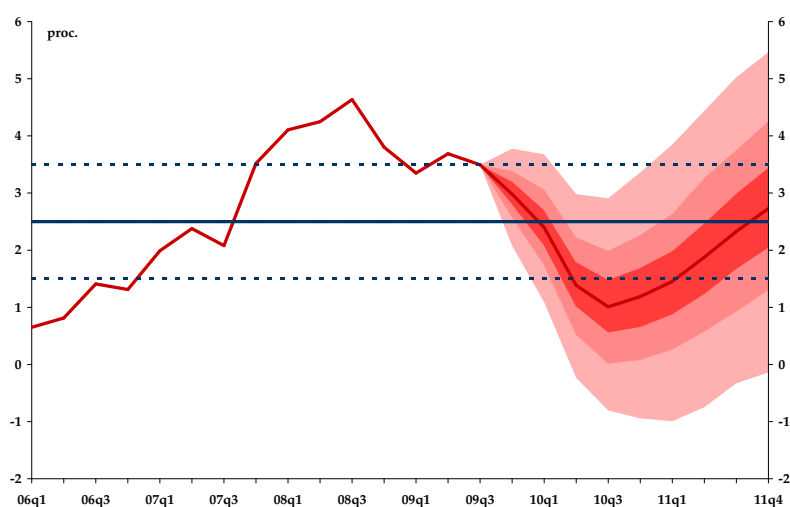
Obniżające się tempo wzrostu płac oraz redukcja liczby pracujących, będące odpowiedzią na pogorszenie sytuacji gospodarczej, ułatwią przedsiębiorcom redukcję kosztów pracy. Ujemne dynamiki jednostkowych kosztów pracy poza rolnictwem utrzymają się od początku 2010 r. aż do II kw. 2011 r., kiedy zaczną one powoli rosnąć w ślad za ożywieniem popytu krajowego i zagranicznego.

Wobec oczekiwanej stabilizacji dynamiki cen surowców i kursu dolara w stosunku do euro w horyzoncie projekcji, głównym czynnikiem wpływającym na ceny importu będą wahania kursu złotego wobec euro. Aprecjacja złotego w krótkim horyzoncie projekcji i jej odwrócenie w 2010 r. przełożą się z opóźnieniem początkowo na obniżenie, a następnie na podniesienie cen importu.

Inflacja

Stopa inflacji CPI będzie się systematycznie obniżać do III kw. 2010 r., osiągając cel inflacyjny na początku przyszłego roku, a następnie po okresie kształtowania się poniżej celu powróci do poziomu 2,5% w połowie 2011 r. (Wykres 4.2). Prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego (2,5%) będzie wzrastać do ok. 0,9 w połowie horyzontu projekcji, a następnie obniży się do ok. 0,5 w ostatnich kwartałach 2011 r. Natomiast prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w paśmie odchyłeń od celu od końca 2009 r. do 2011 r. obniży się niemal dwukrotnie do II kw. 2010 i ustabilizuje w granicach 0,4.

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



Źródło: NBP.

Na tempo wzrostu cen konsumenta w nadchodzącym roku w istotnym stopniu wpłynie obniżające się tempo wzrostu cen żywności i nośników energii, do czego przyczyni się aprecjacja kursu złotego i brak wyraźnego trendu wzrostowego cen surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. Także inflacja bazowa, w miarę słabnięcia presji kosztowej ze strony rynku pracy i przy utrzymującej się niskiej dynamice cen importu, będzie się stopniowo obniżać. Deprecjacja kursu i przyspieszenie dynamiki cen importu w połowie 2010 r. łącznie z ograniczeniem możliwości dalszej redukcji kosztów pracy przez przedsiębiorstwa, wraz z pierwszymi wyraźnymi sygnałami ożywienia na rynku pracy, zahamują dalszy spadek wszystkich komponentów inflacji cen konsumenta w 2011 r.

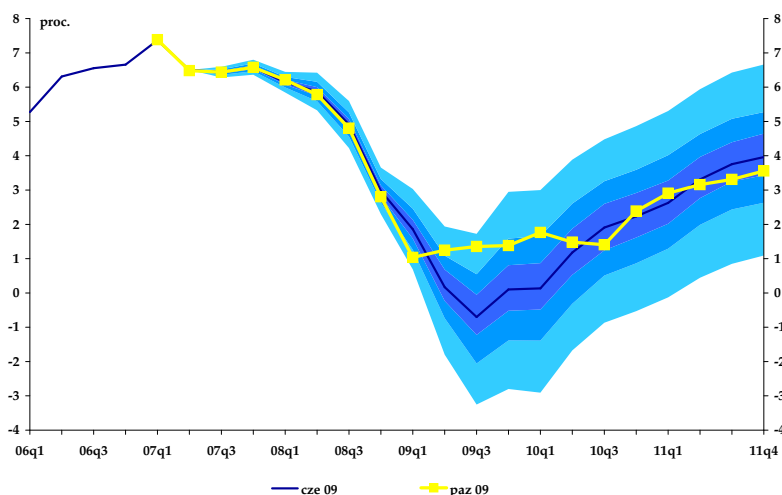
Tabela 4.1: Prawdopodobieństwa kształtowania się przyszłej inflacji.

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2009q4	0,00	0,16	0,85	0,48	0,84
2010q1	0,13	0,53	0,92	0,48	0,79
2010q2	0,54	0,87	0,98	0,49	0,45
2010q3	0,66	0,90	0,99	0,51	0,33
2010q4	0,59	0,85	0,96	0,49	0,37
2011q1	0,51	0,77	0,92	0,50	0,41
2011q2	0,41	0,66	0,84	0,51	0,43
2011q3	0,31	0,55	0,75	0,51	0,44
2011q4	0,24	0,45	0,66	0,51	0,42

Źródło: NBP.

Projekcja październikowa na tle projekcji czerwcowej

W projekcji październikowej przyjęto, że recesja w gospodarkach rozwiniętych może być nieco płytsza niż oczekiwano w czerwcu. Jednocześnie dane bieżące o aktywności gospodarczej w II i III kw. br. wpłynęły na istotną rewizję prognoz dynamiki PKB w Polsce w 2009 r. w górę. Struktura wzrostu PKB, w tym wysoki udział eksportu netto, przy silniejszych niż zakładano w czerwcu spadkach obrotów handlowych, sugeruje jednak jedynie powolną, podobnie jak w projekcji czerwcowej, odbudowę popytu krajowego w dalszym horyzoncie prognozy.

Wykres 4.3: Projekcja październikowa na tle projekcji czerwcowej: PKB.

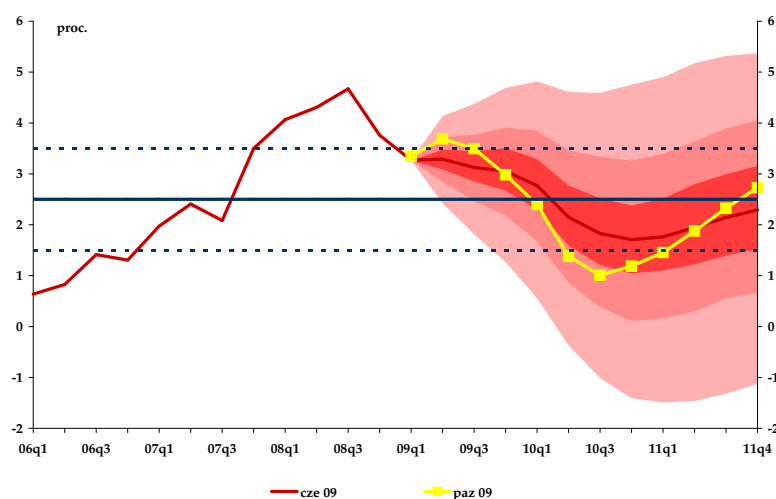
Źródło: NBP.

Wyraźna poprawa *terms-of-trade* w stosunku do projekcji czerwcowej, częściowo łącząca się m.in. z silniejszą niż przyjmowano przed kwartałem deprecjacją kursu dolara

wobec euro w roku bieżącym, łącznie z wysoką kontrybucją eksportu netto do wzrostu, wpłynęły na istotną poprawę salda obrotów bieżących i kapitałowych w 2009 r. i na początku 2010 r. Pomimo stopniowego odwrócenia korzystnego stosunku cen eksportu do cen importu i ponownego ożywienia popytu krajowego w horyzoncie projekcji, niższy deficyt na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych wpłynie na silniejsze umocnienie kursu złotego w 2009 r. i 2010 r. niż oczekiwano w czerwcu.

Zmiany oceny presji kosztowej między projekcjami łączą się głównie z odmiennym kształtowaniem się kursu złotego i dolara względem euro. W 2010 r. projekcja październikowa wskazuje na niższą stopę inflacji niż oczekiwano w czerwcu, a szczególnie tych jej komponentów, które charakteryzują się wysokim wkładem surowcowym (cen żywności i nośników energii). W mniejszym stopniu zmieniły się oczekiwania dotyczące inflacji bazowej, na którą w przeciwnych kierunkach wpłynęły nieznaczne zmiany prognoz presji kosztowej ze strony rynku pracy i cen importu. Dopiero pod koniec horyzontu projekcji silniejsza deprecjacja kursu złotego spowoduje podniesienie ścieżki inflacji bazowej powyżej projekcji czerwcowej.

Wykres 4.4: Projekcja październikowa na tle projekcji czerwcowej: inflacja CPI.



Źródło: NBP.

Główne obszary niepewności

Koniunktura globalna i jej przełożenie na stan gospodarki krajowej

Istotne ryzyko obecnej projekcji stanowi możliwość przedłużenia się recesji w gospodarce światowej, w tym w szczególności w krajach europejskich. Niepewność związana z kontynuacją ożywienia w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski łączy się m.in. z reakcją gospodarek krajów rozwiniętych na wycofywanie się rządów i banków centralnych z polityki silnej stymulacji fiskalnej i monetarnej, tempem odbudowy popytu importowego przez kraje rozwijające się oraz możliwym opóźnieniem ożywienia na rynkach pracy. Trwałość obserwowanych obecnie sygnałów ożywienia w gospodarce światowej przełoży się na szybkość odbudowy eksportu przez polskich producentów.

Dodatkowym źródłem niepewności są trudności w ocenie przyszłej presji inflacyjnej, przede wszystkim w gospodarce amerykańskiej. Zmiana percepcji zagrożeń inflacyjnych w gospodarce Stanów Zjednoczonych może przekładać się na silne wahania kursu dolara. W konsekwencji niepewność ta może zwiększać presję spekulacyjną na rynkach surowcowych i wpłynąć na kształtowanie się procesów cenowych w Polsce.

Kształtowanie się kursu walutowego i konkurencyjność polskiej gospodarki

Utrzymuje się sygnalizowane w poprzednich rundach prognostycznych ryzyko związane z kształtowaniem się kursu złotego. Ryzyko inne niż przyjęta w projekcji realizacji kursu złotego jest dwukierunkowe. Niepewność słabszego kształtowania się kursu złotego jest wzmocniana poprzez ryzyka związane z kształtowaniem się sytuacji w sektorze finansów publicznych, w tym z reakcją rynków walutowych na możliwość przekroczenia przez dług publiczny kolejnych progów ostrożnościowych. Z drugiej strony, relatywnie wysoki na tle krajów regionu i innych krajów europejskich wzrost gospodarczy w Polsce oraz nadwyżka płynności na globalnych rynkach finansowych, może zintensyfikować napływ inwestycji zagranicznych i przyczynić się do wzmocnienia kursu złotego. Projekcja październikowa nie uwzględnia także potencjalnych efektów związanych z ewentualnym wprowadzeniem w najbliższych latach złotego do systemu ERM II.

Zarówno niestabilność kursu złotego jak również możliwa niższa niż oczekiwano odporność struktur gospodarki polskiej na trwające spowolnienie gospodarcze mogą zagrażać procesowi odwrócenia skutków kryzysu gospodarczego i przyczynić się do pogorszenia perspektyw odbudowy popytu krajowego w horyzoncie projekcji. Natomiast ewentualne odchylenia kursu złotego mogą sprzyjać utrzymaniu lub dalszej redukcji tempa wzrostu, przez wpływ na eksport netto.

Sytuacja sektora finansów publicznych i polityka fiskalna

W porównaniu do projekcji czerwcowej, ze względu na przyjęcie przez Radę Ministrów projektu *Ustawy budżetowej na rok 2010*, zmniejszyła się w najbliższych kwartałach niepewność związana z kształtem polityki dochodowej i wydatkowej rządu. Utrzymuje się jednak wysokie ryzyko związane z finansowaniem deficytu sektora finansów publicznych. Ryzyko to jest wzmocnione przez możliwość realizacji niższych od założonych w projekcie *Ustawy budżetowej* przychodów z prywatyzacji oraz podniesienia kosztów finansowania deficytu w wyniku istotnego wzrostu premii za ryzyko w miarę akumulacji długu publicznego. Premia za ryzyko może w szczególności wzrosnąć w wyniku reakcji rynków finansowych na przekroczenie progów ostrożnościowych wyznaczonych w ustawie o finansach publicznych oraz Konstytucji RP.

Perspektywa przekroczenia progów ostrożnościowych i w konsekwencji uruchomienia przewidzianych ustawowo procedur sanacyjnych prowadzi natomiast do wzrostu, w porównaniu do poprzednich rund prognostycznych, ryzyka związanego z dostosowaniami polityki fiskalnej w dłuższym horyzoncie projekcji. Możliwe wydają się ograniczenia wydatków bieżących sektora finansów publicznych, jak również ograniczenia wydatków inwestycyjnych (także tych finansowanych przez samorządy). Nie można również wykluczyć podniesienia podatków lub składek na ubezpieczenia społeczne. Jednocześnie nie wygasają ryzyka związane z finansowaniem deficytu sektora.

Ewentualne uruchomienie przez rząd planu oszczędnościowego od 2011 r. może wpłynąć zarówno na stronę popytową (ograniczenie popytu wewnętrznego), jak i podaźową (spowolnienie akumulacji kapitału czy efektywnej podaży pracy) gospodarki, prowadząc do ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego w dłuższym horyzoncie projekcji. W całym horyzoncie ryzyka związane z sytuacją finansów publicznych mogą natomiast przełożyć się na silniejsze osłabienie kursu złotego i, pośrednio, wyższy niż w bieżącej projekcji wzrost presji inflacyjnej.

Procesy integracyjne i instytucjonalne

Oczekiwane pogorszenie sytuacji sektora finansów publicznych przy jednoczesnym zaostrzeniu kryteriów przyznawania kredytów przez banki w ostatnim roku przekładają się na niepewność co do skali wykorzystania środków z Unii Europejskiej zarówno przez sektor publiczny, jak i prywatny. Ważnym czynnikiem ryzyka jest faktyczne usprawnienie procedur związanych z przyznawaniem i wykorzystaniem tych środków przez administrację.

Ryzykiem bieżącej projekcji pozostaje implementacja standardów unijnych dotyczących emisji dwutlenku węgla oraz ewentualne zakończenie obowiązywania obniżonych stawek podatku VAT dla wybranych towarów i usług. Nie mniej istotna jest niepewność związana z przyszłą polityką Unii Europejskiej w zakresie wymiany handlowej z innymi krajami, polityką rolną czy ewentualnym zaostrzaniem wymogów łączących się z ochroną środowiska, w warunkach pogorszenia sytuacji na wewnątrzunijnym rynku pracy i możliwego wzrostu sentymentu do polityki protekcjonistycznej.

Ocenia się, że wypadkową tych ryzyk jest wyższe prawdopodobieństwo pogorszenia średniookresowych perspektyw wzrostu oraz zwiększenia presji inflacyjnej w stosunku do scenariusza przedstawionego w projekcji.

Rozwój sytuacji na rynku pracy

W sytuacji wzrostu podaży pracy powiązanego z czynnikami demograficznymi oraz nasileniem migracji powrotnych, szczególne znaczenie dla tempa wzrostu gospodarki polskiej ma elastyczność rynku pracy i łącząca się z tym możliwość absorpcji dodatkowej podaży pracy. Niedostateczna efektywność instytucji rynku pracy, w tym brak oczekiwanych prozatrudnieniowych efektów wprowadzonych zmian prawa pracy, a także potencjalne efekty przyszłej polityki podatkowej i strukturalnej rządu mogą mieć konsekwencje w postaci słabszego tempa wzrostu oraz wyższego poziomu inflacji w najbliższych latach w stosunku do bieżących prognoz.

Omówienie danych, które napłynęły po 21 września 2009 r.

Na przełomie września i października odnotowano wyraźny wzrost zarówno bieżących, jak i oczekiwanych cen na światowych rynkach węgla. Utrzymanie tych tendencji i ich przełożenie na ceny hurtowe węgla w kraju może wpłynąć na zwiększenie ryzyka wyższej ścieżki inflacji niż wskazuje projekcja.

Podsumowanie ryzyk projekcji inflacji i PKB

Ocenia się, że w średnim horyzoncie projekcji, w związku z czynnikami nieuwzględnionymi w pełni w bieżącej rundzie prognostycznej, przeważa ryzyko realizacji wyższej inflacji niż wskazuje projekcja październikowa. Za dodatnim kierunkiem ryzyka przemawia głównie możliwość niższej niż zakładana elastyczności rynku pracy i ryzyko kursowe związane m.in. z sytuacją w sektorze finansów publicznych. Ryzyka związane z przebiegiem ścieżki wzrostu gospodarczego przedstawionym w projekcji październikowej ocenia się jako zbilansowane. Bilans czynników związanych z sytuacją w gospodarce światowej i efektywnością struktur gospodarki polskiej w dostosowaniu się do spowolnienia wzrostu gospodarczego jest negatywny, co w horyzoncie do końca 2011 r. może być jednak kompensowane przez efekty silniejszej deprecjacji kursu złotego.

Tabela 4.2: Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2008	2009	2010	2011
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	4,2	3,4	1,5	2,1
Ceny żywności (% r/r)	6,1	3,8	-1,7	1,8
Ceny nośników energii (% r/r)	8,4	5,5	1,9	0,6
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,3	2,8	2,7	2,6
PKB (% r/r)	4,9	1,3	1,8	3,2
Popyt krajowy (% r/r)	5,4	-0,9	2,2	3,2
Spożycie indywidualne (% r/r)	5,4	2,1	2,1	2,5
Spożycie zbiorowe (% r/r)	7,3	1,7	0,4	1,5
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	8,2	-1,3	2,2	3,5
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-0,7	2,1	-0,4	0,0
Eksport (% r/r)	7,2	-11,6	3,5	11,7
Import (% r/r)	8,2	-15,5	4,5	11,3
Płace brutto (% r/r)	9,4	4,7	1,6	3,4
Liczba pracujących (% r/r)	1,2	-1,4	-1,6	-0,4
Stopa bezrobocia (%)	7,3	7,8	10,2	11,3
NAWRU (%)	11,0	11,1	12,0	13,0
Stopa aktywności zawodowej (%)	54,3	54,7	54,9	55,1
Wydajność pracy (% r/r)	3,7	2,6	3,4	3,7
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	5,3	1,8	-2,0	-0,3
Produkt potencjalny (% r/r)	5,8	4,3	3,4	3,4
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	2,4	0,0	-2,1	-2,8
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2006=1,00)	1,13	0,95	0,99	0,99
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2006=1,00)	1,69	0,90	1,06	1,22
Poziom cen za granicą (% r/r)	2,5	1,3	1,1	2,0
PKB za granicą (% r/r)	0,6	-4,0	0,7	1,8
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-4,3	0,5	-1,8	-2,5
WIBOR 3M (%)	6,25	4,37	3,95	3,70

Źródło: NBP.

Dane dotyczące liczby pracujących, wydajności pracy i jednostkowych kosztów pracy to szacunki własne IE NBP na podstawie danych BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o prognozy MFOW dotyczące kształtowania się cen pszenicy, wieprzowiny, wołowiny, drobiu, ryb, cukru, oliwy, pomarańczy 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.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od maja do sierpnia 2009 r.

- **Data:** 13 maja 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2008.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 13 maja 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie przyjęcia *Sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2008*.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 26 maja 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie zatwierdzenia *Sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2008 roku*.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Jan Czekaj był nieobecny na głosowaniu

- **Data:** 27 maja 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków i wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 24 czerwca 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął o obniżeniu wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 29 lipca 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę oceny prawdopodobieństwa realizacji celu inflacyjnego w *Informacji po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dn. 28–29 lipca 2009 r.*

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypek rozstrzygnął, że wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała w sprawie stanowiska Rady Polityki Pieniężnej (dotyczącego *Projektu Rozporządzenia Rady Ministrów w sprawie powołania Narodowego Komitetu Koordynacyjnego do Spraw Euro, Rady Koordynacyjnej oraz Międzyinstytucjonalnych Zespołów Roboczych do Spraw Przygotowań do Wprowadzenia Euro przez Rzeczpospolitą Polską*).

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 26 sierpnia 2009 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę oceny prawdopodobieństwa realizacji celu inflacyjnego w *Informacji po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dn. 25–26 sierpnia 2009 r.*

Decyzja RPP:

Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypek rozstrzygnął, że wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

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