

Raport o inflacji październik 2010 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, październik 2010 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych; zostały w nim uwzględnione dane dostępne do 20 października 2010 r. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki	9
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie.....	9
Ramka 1. Zacieśnienie fiskalne w Unii Europejskiej.....	12
1.2. Procesy inflacyjne za granicą.....	14
1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą.....	15
1.4. Światowe rynki surowców	17
2. Gospodarka krajowa.....	19
2.1. Procesy inflacyjne.....	19
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych	19
2.1.2. Inflacja bazowa	20
2.1.3. Kryterium stabilności cen z Maastricht.....	20
2.1.4. Ceny produkcji sprzedanej	20
2.1.5. Ceny importu	21
2.1.6. Oczekiwania inflacyjne.....	21
Ramka 2. Oczekiwania inflacyjne w Polsce.....	22
2.2. Popyt i produkcja	23
2.2.1. Popyt konsumpcyjny	24
2.2.2. Popyt inwestycyjny	25
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych.....	27
2.2.4. Eksport i import.....	28
2.2.5. Produkcja.....	29
2.3. Rynek pracy	30
2.4. Rynki finansowe.....	32
2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe.....	32
2.4.2. Ceny mieszkań.....	33
2.4.3. Kurs walutowy	34
2.5. Kredyt i pieniądz.....	34
2.5.1. Kredyty	34
2.5.2. Depozyty i agregaty monetarne	36
2.6. Bilans płatniczy	37
3. Polityka pieniężna w okresie czerwiec - październik 2010 r.....	39
4. Projekcja inflacji i PKB	53
5. Wyniki głosowań RPP w okresie maj - sierpień 2010 r.....	63

Synteza

W bieżącym roku kontynuowane jest ożywienie w gospodarce światowej. Spośród głównych gospodarek rozwiniętych, w II kw. 2010 r. przyspieszył wzrost PKB w strefie euro i Wielkiej Brytanii, obniżyła się natomiast dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych i Japonii. Utrzymał się szybki wzrost aktywności w największych gospodarkach wschodzących, choć w części tych krajów, w tym w Chinach, stopniowe zacieśnianie polityki gospodarczej, mające na celu ograniczanie ryzyka narastania nierównowag makroekonomicznych, przełożyło się na nieznaczne obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w II kw. br. w stosunku do I kw. br. Dostępne dane, w tym osłabienie wzrostu wolumenu światowego handlu oraz produkcji sprzedanej przemysłu na przełomie II i III kw. br., a także pogorszenie się globalnych wskaźników bieżącej koniunktury, sygnalizują osłabienie wzrostu w gospodarce światowej w III kw. br. w porównaniu do I poł. br.

Po stopniowym wzroście w II poł. 2009 r. i stabilizacji w I kw. br., w kolejnych miesiącach inflacja w gospodarce światowej nieznacznie się obniżyła. Na brak presji inflacyjnej w głównych gospodarkach rozwiniętych wskazują kształtujące się na niskim poziomie wskaźniki inflacji bazowej, czemu sprzyja nadal niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz wysoki poziom bezrobocia. Wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej kontynuowany był wzrost wskaźników inflacji CPI w Czechach i krajach bałtyckich, natomiast na Węgrzech inflacja wyraźnie się obniżyła.

Nasilenie się w III kw. 2010 r. obaw o spowolnienie wzrostu w Stanach Zjednoczonych przyczyniło się do wyraźnego spadku rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich. Słabnięcie koniunktury w amerykańskiej gospodarce oraz wzrost oczekiwań, że Fed przez dłuższy czas będzie prowadził ekspansywną politykę pieniężną oraz dokona dalszego ilościowego jej łagodzenia spowodowały osłabienie kursu dolara względem euro. Jednocześnie miała miejsce aprecjacja walut uznawanych za bezpieczne, w tym jena japońskiego, co skłoniło Bank Japonii do podjęcia pierwszej od sześciu lat interwencji walutowej. Umocniły się też kursy walut gospodarek wchodzących, czemu sprzyjał wyższy niż w krajach rozwiniętych wzrost gospodarczy i towarzysząca mu bardziej restrykcyjna polityka pieniężna. Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły łagodną politykę pieniężną.

W okresie czerwiec - wrzesień br. ceny ropy naftowej były stabilne, natomiast ceny surowców rolnych na rynkach światowych istotnie wzrosły.

W okresie czerwiec - sierpień 2010 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce obniżyło się z 2,3% do 2,0%, a we wrześniu br. wzrosło do 2,5%, tj. do poziomu celu inflacyjnego NBP. W kierunku podwyższenia inflacji oddziaływał przede wszystkim wzrost cen żywności oraz cen gazu ziemnego. W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast ujemne efekty bazy wynikające ze znacznego wzrostu cen paliw oraz cen wyrobów akcyzowych w analogicznym okresie 2009 r., a także ograniczona presja popytowa i płacowa. Na ograniczoną presję popytową wskazuje spadek większości miar inflacji bazowej w okresie czerwiec - wrzesień br.

W III kw. 2010 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu silnie wzrosły, do czego przyczynił się dodatni efekt bazy wynikający ze znacznego obniżenia dynamiki tego wskaźnika w analogicznym okresie ub. r. Z kolei roczna dynamika cen importu wyrażonych w złotych w II kw. 2010 r. była ujemna, lecz wyższa niż w I kw. br., na co wpłynęło osłabienie tendencji aprecjacyjnej złotego w ujęciu rocznym oraz wyższe niż przed rokiem ceny surowców na rynkach światowych.

Prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku, kształtujące się od początku 2009 r. na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP, w sierpniu i wrześniu 2010 r. wzrosły do 2,9%, a w październiku 2010 r. - do 3,0%. Z kolei oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy (miara zobiektywizowana) są od początku 2009 r. stosunkowo stabilne i w III kw. 2010 r. wyniosły 2,4%. Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych - z wyjątkiem przejściowego wzrostu w sierpniu br. - kształtuje się na poziomie zbliżonym do inflacji znanej w okresie badania, co wynika z adaptacyjnego charakteru tych oczekiwań.

W II kw. 2010 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł według wstępnego szacunku GUS o 3,5% r/r (wobec 3,0% r/r w poprzednim kwartale). Do wzrostu PKB w ujęciu rocznym przyczynił się wzrost spożycia ogółem oraz przyrost zapasów; w przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast spadek inwestycji. Ujemny wkład do wzrostu PKB - po raz pierwszy od IV kw. 2008 r. - miał także eksport netto.

Według wstępnego szacunku GUS w II kw. 2010 r. dynamika spożycia indywidualnego ponownie wzrosła (do 3,0% r/r). Wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej w ujęciu realnym odnotowany w lipcu i sierpniu 2010 r. może wskazywać na dalsze ożywienie popytu konsumpcyjnego w III kw. br. Jednocześnie jednak pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych widoczne w badaniach koniunktury może sygnalizować wyhamowanie poprawy popytu konsumpcyjnego.

W II kw. 2010 r. nakłady inwestycyjne w gospodarce ponownie się obniżyły (o 1,7% r/r), choć ich spadek był znacznie mniejszy niż w I kw. br. Według badań koniunktury NBP, mimo dalszej poprawy sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw ich skłonność do realizowania nowych projektów inwestycyjnych była w III kw. 2010 r. wciąż niewielka, choć wyższa niż w poprzednim kwartale. Podejmowaniu inwestycji sprzyja rosnący stopień wykorzystania mocy produkcyjnych oraz bardzo dobra sytuacja finansowa, w tym płynnościowa firm, a także łagodzenie polityki kredytowej przez banki. Jednocześnie niepewność dotycząca perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce oraz związane z tym pogorszenie się w III kw. br. oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących popytu są czynnikami ograniczającymi ich aktywność inwestycyjną.

W okresie styczeń - wrzesień 2010 r. w budżecie państwa zanotowano deficyt w wysokości ok. 39,5 mld zł, co stanowi 73,3% planu rocznego. Jednostki samorządu terytorialnego zanotowały w I poł. 2010 r. nadwyżkę, jednak była ona mniejsza niż w analogicznym okresie ub. r. Według jesiennej notyfikacji fiskalnej EDP, deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB (w ujęciu ESA95) w 2010 r. będzie wyższy niż w 2009 r. i wyniesie ok. 7,9% PKB.

W II kw. 2010 r. utrzymały się pozytywne tendencje w polskim handlu zagranicznym. Wartość polskiego eksportu (w EUR) wyraźnie się zwiększyła w związku z ożywieniem globalnego popytu, które wpłynęło na intensyfikację handlu korporacyjnego. Przyspieszenie eksportu, charakteryzującego się relatywnie wysoką importochłonnością, sprzyjało wzrostowi importu, choć wzrost ten był ograniczany przez wyhamowanie zakupu dóbr inwestycyjnych za granicą.

W II kw. 2010 r. największy udział we wzroście wartości dodanej brutto - trzeci kwartał z rzędu - miał przemysł. Dodatnią, chociaż niewielką kontrybucję do wzrostu wartości dodanej brutto miały także budownictwo i usługi rynkowe.

Sytuacja na rynku pracy stopniowo się poprawia. W świetle BAEL w II kw. 2010 r. liczba pracujących - po dwóch kwartałach spadku - zwiększyła się o 0,9% r/r, co przy nadal rosnącej liczbie osób aktywnych zawodowo przełożyło się na stabilizację stopy bezrobocia według BAEL (skorygowanej o czynniki sezonowe) na poziomie 9,7%. W okresie maj - wrzesień br. nadal rosło także zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, a stopa bezrobocia rejestrowanego po

skorygowaniu o czynniki sezonowe we wrześniu br. ukształtowała się na poziomie 11,9%, bliskim tego z maja br. W II kw. 2010 r. tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce obniżyło się nieznacznie w ujęciu nominalnym, lecz wzrosło w ujęciu realnym. W sektorze przedsiębiorstw w II kw. 2010 r. zwiększyło się tempo wzrostu wynagrodzeń zarówno realnych, jak i nominalnych, natomiast w III kw. br. dynamika płac nominalnych obniżyła się. Mimo spadku dynamiki nominalnych płac, obniżenie się tempa wzrostu wydajności pracy w gospodarce w II kw. 2010 r. doprowadziło do wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy (do 1,2% r/r). W przemyśle od sierpnia ub.r. utrzymuje się spadek jednostkowych kosztów pracy, który odzwierciedla szybki wzrost wydajności pracy w tym sektorze typowy dla fazy ożywienia gospodarczego.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* stopy procentowe NBP pozostały na niezmiennym poziomie. Stabilne były również jednomiesięczna i trzymiesięczna stopa procentowa na rynku międzybankowym. Zmniejszyły się natomiast różnice między rentownościami polskich obligacji długoterminowych i krótkoterminowych, co było efektem wyraźnego spadku rentowności obligacji o dłuższym terminie zapadalności, związanego z publikacją korzystnych danych dotyczących polskiej gospodarki. W ostatnim okresie nastąpił też dalszy wzrost zaangażowania nierezydentów na krajowym rynku długu. Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny akcji na GPW w Warszawie wzrosły przy stabilnym zaangażowaniu nierezydentów.

W II kw. br. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie uległa istotnej zmianie. Ofertowe ceny mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym nieznacznie się obniżyły, natomiast ceny transakcyjne na obu tych rynkach pozostały stabilne.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny kurs złotego umocnił się o 14% wobec dolara oraz o 4% wobec euro i franka szwajcarskiego. Złoty umacniał się wobec tych trzech walut do połowy sierpnia br., po czym zaczął osłabiać się względem dolara i franka szwajcarskiego oraz stabilizować się względem euro, co było efektem pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. We wrześniu br. wraz z poprawą nastrojów nastąpiła ponowna aprecjacja większości walut krajów Europy Środkowej i Wschodniej, w tym złotego. W październiku br. kurs złotego nie wykazywał wyraźnego trendu wzrostowego lub spadkowego.

Po spadku w pierwszych pięciu miesiącach 2010 r., stan kredytów dla przedsiębiorstw wzrósł w okresie czerwiec - sierpień. W ujęciu rocznym kredyty dla przedsiębiorstw nadal się obniżały, choć skala ich spadku w ostatnich miesiącach uległa ograniczeniu. Utrzymuje się ożywienie na rynku kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Natomiast kredyty konsumpcyjne dla gospodarstw domowych zwiększyły się w okresie czerwiec - sierpień jedynie nieznacznie, co znalazło odzwierciedlenie w dalszym spadku rocznej dynamiki tej kategorii kredytów. Od listopada 2009 r. roczne tempo wzrostu pieniądza M3 utrzymywało się na poziomie 7-8%.

W II kw. 2010 r. deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego zwiększył się w porównaniu z poprzednim kwartałem, do czego przyczynił się głównie wzrost deficytu dochodów; w przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost nadwyżki usług. Jednocześnie miał miejsce dalszy napływ netto kapitału zagranicznego do Polski, przede wszystkim w formie inwestycji portfelowych, choć jego skala była mniejsza niż w poprzednim kwartale. Napływ ten skutkował utrzymaniem nadwyżki na rachunku finansowym bilansu płatniczego.

Raport o inflacji ma następującą strukturę. W rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz krajowe czynniki mające na nie wpływ opisano w rozdziale 2. *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w czerwcu, sierpniu i wrześniu 2010 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w październiku br. umieszczone są w Rozdziale 3. Opis dyskusji na październikowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 18 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Ponadto w

niniejszym *Raporcie* zamieszczono dwie ramki: „Zacieśnienie fiskalne w Unii Europejskiej” oraz „Oczekiwania inflacyjne w Polsce”.

W rozdziale 4. *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Zgodnie z październikową projekcją - przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP - inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,4-2,6% w 2010 r. (wobec 2,3-2,9% w projekcji czerwcowej), 2,5-3,5% w 2011 r. (wobec 2,1-3,3%) oraz 2,4-3,7% w 2012 r. (wobec 2,2-3,7%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,3-3,7% w 2010 r. (wobec 2,5-3,9% w czerwcowej projekcji), 3,3-5,5% w 2011 r. (wobec 3,3-5,9%) oraz 2,8-5,5% w 2012 r. (wobec 2,2-5,0%).

Rozdział 1

Otoczenie zewnętrzne polskiej gospodarki

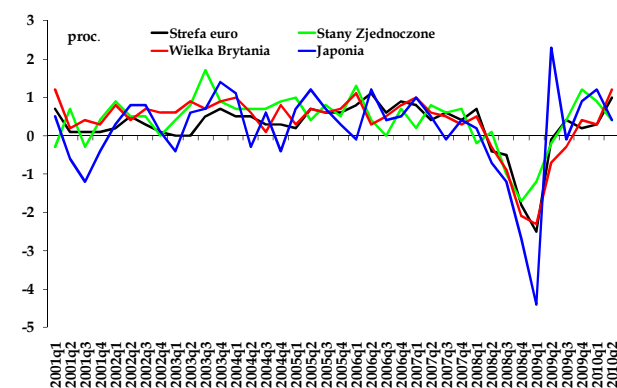
1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

W bieżącym roku kontynuowane jest ożywienie w gospodarce światowej. W II kw. br. obniżyła się jednak dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych i Japonii, w których w poprzednich kwartałach koniunktura poprawiała się najszybciej wśród największych gospodarek rozwiniętych. Przyspieszył natomiast wzrost PKB w strefie euro i Wielkiej Brytanii (Wykres 1.1). Jednocześnie utrzymał się szybki wzrost aktywności w największych gospodarkach wschodzących (Wykres 1.2), choć w części tych krajów, w tym w Chinach, stopniowe zacieśnianie polityki gospodarczej, mające na celu ograniczanie ryzyka narastania znaczących nierównowag makroekonomicznych, przełożyło się na nieznaczne obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w II kw. br. w stosunku do I kw. br.

Dane napływające w ostatnim okresie sygnalizują osłabienie wzrostu w gospodarce światowej w III kw. br. W szczególności, na przełomie II i III kw. br. obniżył się wzrost wolumenu handlu światowego (Wykres 1.3) oraz produkcji sprzedanej przemysłu. W ostatnich miesiącach stopniowo pogarszały się także globalne wskaźniki koniunktury w przemyśle i usługach¹. W kierunku niższego

Wykres 1.1

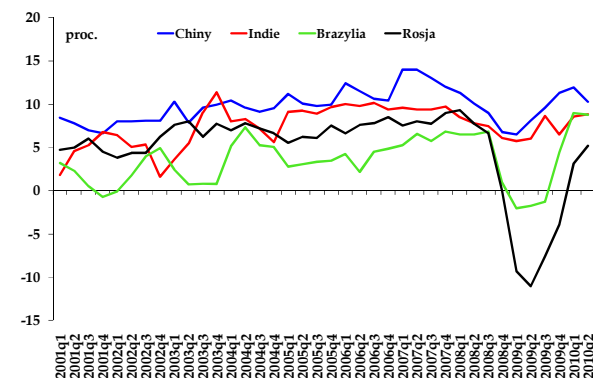
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat, MFW (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.2

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



Źródło: Dane Reuters, OECD.

¹ Globalny wskaźnik aktywności w przetwórstwie przemysłowym i usługach (JP Morgan Global Manufacturing & Services PMI) obniżał się stopniowo od maja br. i we wrześniu br. wyniósł 52,6 pkt. proc., tj. ukształtował się na najniższym poziomie od dziesięciu miesięcy.

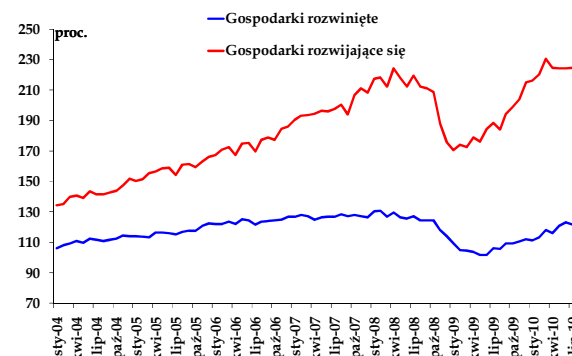
wzrostu bieżącej aktywności gospodarczej na świecie oddziałuje słabnący wpływ odbudowy zapasów przedsiębiorstw oraz wygasanie części pakietów fiskalnych. Negatywnie na wzrost oddziałuje także głęboka nierównowaga fiskalna w wielu krajach, zwiększająca niepewność odnośnie do wyników decyzji gospodarczych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostają także skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych i planowanych przez główne banki centralne.

Po silnym wzroście PKB w Stanach Zjednoczonych w IV kw. ub. r., w kolejnych kwartałach dynamika PKB stopniowo się obniżała i w II kw. br. wyniosła 0,4% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe (wobec 0,9% kw/kw w I kw. br.). Na osłabienie dynamiki PKB złożyły się: pogłębienie ujemnego wkładu eksportu netto oraz zmniejszenie dodatniego wkładu zapasów. Wzrost PKB był natomiast wspierany przez wyraźne przyspieszenie inwestycji sektora prywatnego - w szczególności po raz kolejny silnie wzrosły inwestycje w maszyny i urządzenia, a także znacząco zwiększyły się inwestycje mieszkaniowe. Wraz z wygaśnięciem programów wspierających rynek mieszkaniowy, na przełomie II i III kw. br. wyraźnie pogorszyła się jednak sytuacja na tym rynku. Czynnikiem wspierającym w II kw. br. wzrost PKB w gospodarce amerykańskiej była także odbudowa konsumpcji prywatnej. Na kontynuację tej tendencji w III kw. br. wskazują dane dotyczące realnych wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych.

Wzrost PKB w strefie euro był w II kw. br. wyraźnie wyższy niż w poprzednich kwartałach (1,0% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe wobec 0,3% w I kw. br.). Przyspieszenie wzrostu aktywności było w dużym stopniu efektem silnego wzrostu PKB w Niemczech. Na niskim poziomie kształtowała się natomiast aktywność w krajach strefy euro najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużenia (tj. Grecji, Irlandii, Portugalii i Hiszpanii).

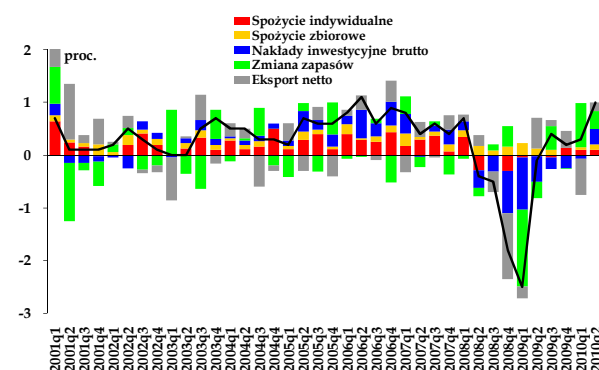
W kierunku zwiększenia PKB w strefie euro w II kw. 2010 r. oddziaływał wzrost wszystkich jego składowych (Wykres 1.4). Po trwającym od

Wykres 1.3
Wolumen importu (2000 r.=100).



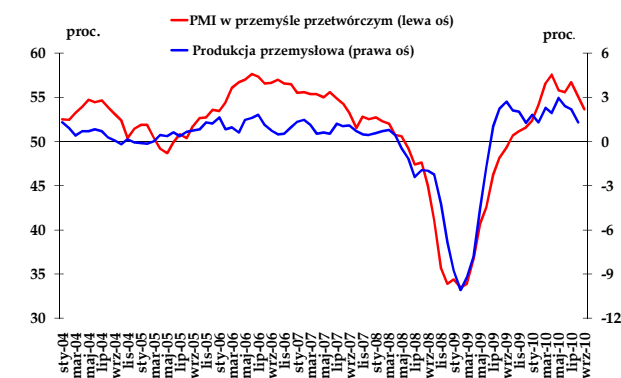
Źródło: Dane CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.4
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.5
Wzrost produkcji przemysłowej* i wskaźnik PMI w przemyśle przetwórczym w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

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

początku 2008 r. spadku, w II kw. br. znacząco zwiększyły się inwestycje przedsiębiorstw, w tym inwestycje budowlano-montażowe, których wzrost wspierany był przez ustąpienie oddziaływania niekorzystnych warunków pogodowych z początku br. W kierunku zwiększenia PKB oddziaływała także - choć w mniejszej skali niż w I kw. br. - odbudowa zapasów przez przedsiębiorstwa. Wyraźnie przyspieszył natomiast eksport strefy euro, czemu sprzyjały: poprawa jego konkurencyjności cenowej związana z deprecjacją kursu euro w I poł. br. oraz ożywienie w gospodarce światowej. Z kolei import rósł nieznacznie wolniej niż w I kw. br. W efekcie eksport netto miał w II kw. br. niewielki dodatni wkład do wzrostu PKB strefy euro. Ponadto trzeci kwartał z kolei zwiększyła się konsumpcja gospodarstw domowych, jednak jej dynamika ustabilizowała się na niskim poziomie. Odbudowa konsumpcji jest ograniczana przez nadal niekorzystną sytuację na rynku pracy w strefie euro (Wykres 1.6).

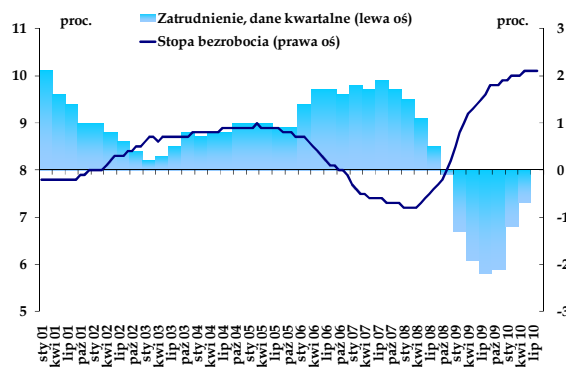
Dane za pierwsze miesiące III kw. br. wskazują na utrzymywanie się ożywienia w strefie euro przy pewnych sygnałach osłabienia wzrostu aktywności w części sektorów tej gospodarki (Wykres 1.5).

W II kw. br. wyraźnie obniżyła się dynamika PKB w Japonii (do 0,4% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe z 1,2% w I kw. br.). Jednocześnie w analizowanym okresie wzrost PKB w Wielkiej Brytanii przyspieszył (do 1,2% kw/kw po skorygowaniu o czynniki sezonowe z 0,3% kw/kw w I kw. br.)

Po systematycznym wzroście od II kw. ub. r. do I kw. br., roczna dynamika PKB w Chinach obniżyła się w II kw. br. do 10,3% r/r (wobec 11,9% r/r w I kw. br.; Wykres 1.2). Działania mające na celu ograniczenie szybkiego wzrostu cen nieruchomości (w tym zaostrzenie polityki kredytowej w zakresie kredytów hipotecznych) oraz zmniejszenie skali inwestycji rządowych przełożyły się na spowolnienie dynamiki nakładów inwestycyjnych. Towarzyszyło temu spowolnienie wzrostu importu. Utrzymał się natomiast szybki wzrost eksportu, choć na początku III kw. br. jego dynamika nieco osłabła. Jednocześnie w analizowanym okresie nadal szybko rosła konsumpcja chińskich

Wykres 1.6

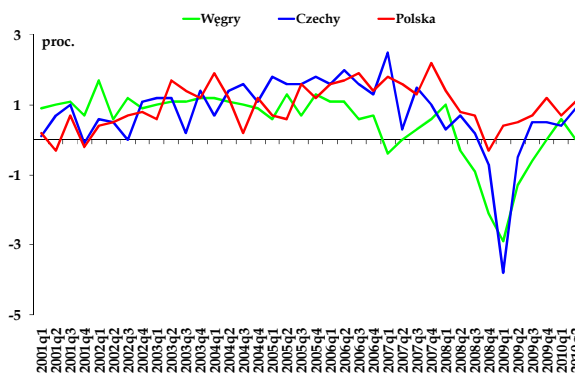
Zatrudnienie (r/r) oraz stopa bezrobocia w strefie euro.



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.7

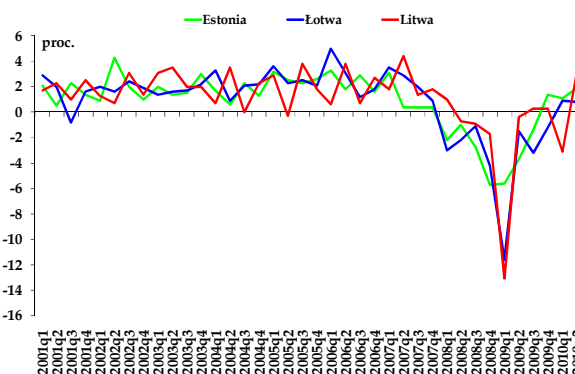
Wzrost PKB w Czechach, na Węgrzech i w Polsce (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

Wykres 1.8

Wzrost PKB w krajach bałtyckich (kw/kw).



Źródło: Dane Eurostat (wyrównane sezonowo).

gospodarstw domowych.

W II kw. br. PKB wzrósł w ujęciu kwartalnym we wszystkich krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro z wyjątkiem Węgier, gdzie PKB ustabilizował się na poziomie z poprzedniego kwartału (Wykres 1.7; Wykres 1.8). W kierunku wzrostu PKB w tych gospodarkach oddziaływał rosnący popyt zewnętrzny. Jednocześnie w analizowanym okresie występowało znaczące zróżnicowanie w zakresie kształtowania się popytu krajowego w tych gospodarkach. Kontynuowane było jego powolne ożywienie w Czechach i na Łotwie oraz znacznie silniejsze na Litwie, zmniejszył się on natomiast w Estonii, na Węgrzech i w Bułgarii.

Ramka 1. Zacieśnienie fiskalne w Unii Europejskiej

Jedną z konsekwencji kryzysu gospodarczego jest silne pogorszenie się pozycji fiskalnej krajów Unii Europejskiej (Wykres R.1). Średni poziom deficytu sektora finansów publicznych w UE wzrósł z 0,8% PKB w 2007 r. do 7,2% PKB w 2010 r., a dług publiczny w relacji do PKB zwiększył się przeciętnie o 21 pkt. proc. (z 58,8 proc. w 2007 r.)². Ponieważ pogorszenie sytuacji fiskalnej w krajach UE ma w dużej mierze charakter strukturalny³, trudno oczekiwać, że poprawa koniunktury przełoży się na spadek deficytu sektora finansów publicznych poniżej wartości referencyjnej z Traktatu z Maastricht. W związku z zagrożeniami dla stabilności gospodarki powodowanymi przez wysokie zadłużenie oraz skutki starzenia się społeczeństw dla finansów publicznych, niezbędne są działania dostosowawcze, redukujące strukturalną lukę pomiędzy poziomem dochodów i wydatków sektora finansów publicznych.

Skala i tempo dostosowań fiskalnych w poszczególnych krajach członkowskich UE są zróżnicowane. W celu zahamowania bardzo szybkiego narastania długu publicznego, odzyskania wiarygodności inwestorów i zmniejszenia kosztów finansowania, w krajach z bardzo słabą pozycją fiskalną, które poddane zostały dużej presji ze strony rynków finansowych, konieczne jest przeprowadzenie znaczącego zacieśnienia fiskalnego w relatywnie krótkim czasie. Skala zacieśnienia fiskalnego zaplanowanego na br. przez Grecję wynosi ponad 7% PKB, a przez Irlandię, Portugalię i Hiszpanię ok. 2,5-3% PKB. W przyszłym roku państwa te przewidują dalsze zacieśnienie w wysokości od 2 do 4% PKB⁴. W krajach, które są oceniane przez rynki finansowe jako bardziej wiarygodne i w przypadku których koszty finansowania zadłużenia są relatywnie niskie (Wykres R.1), działania dostosowawcze mogą mieć natomiast bardziej stopniowy charakter. Niemcy i Francja rozpoczną zacieśnienie fiskalne w 2011 r., przy czym jego skala będzie wyraźnie mniejsza niż w przypadku tzw. krajów peryferyjnych. W Niemczech planowane jest zacieśnienie fiskalne w wysokości 0,5% PKB w 2011 r. i 0,75% PKB w 2012 r., a we Francji - na poziomie ok. 1% PKB w 2011 r. Część krajów, w których rentowności obligacji rządowych kształtują się na relatywnie niskim i stabilnym poziomie, zdecydowała się jednak na wcześniejsze rozpoczęcie lub większą skalę dostosowań fiskalnych, głównie z uwagi na wysoki poziom deficytu lub długu publicznego i w obawie o nagłą zmianę nastrojów na rynkach finansowych. Włochy podjęły działania dostosowawcze już w 2010 r. (o skali ok. 0,5% PKB) i zapowiedziały ich pogłębienie do łącznie 1,6% PKB w 2011 i 2012 r. Natomiast w Wielkiej Brytanii łączna skala zacieśnienia

² Prognozy KE z maja 2010 r.; prognozy nie uwzględniają działań dostosowawczych ogłoszonych przez kraje członkowskie od maja br.

³ Deficyt strukturalny w relacji do PKB wzrósł w latach 2007-2010 trzykrotnie.

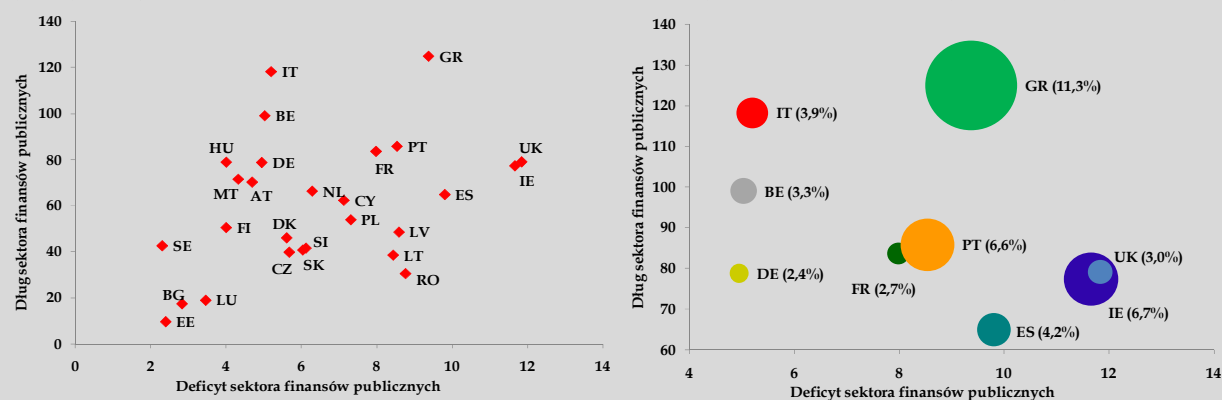
⁴ Według wypowiedzi ministra finansów Irlandii z 30 września br. (za PAP), w związku ze wzrostem przewidywanych kosztów wsparcia dla sektora bankowego, deficyt finansów publicznych w Irlandii może w 2010 r. osiągnąć poziom 32% PKB (wobec wcześniej oczekiwanych 11,8% PKB), a dług publiczny - zbliżyć się do 100% PKB. Biorąc pod uwagę powyższe informacje, można oczekiwać, że skala zacieśnienia fiskalnego w tym kraju w 2011 r. będzie wyższa od wskazanej powyżej.

fiskalnego do roku finansowego 2014/2015 wyniesie ok. 6,3 proc. PKB.

Dostosowania fiskalne są także prowadzone w tzw. nowych krajach członkowskich UE, których część rozpoczęła je już w 2009 r. W przypadku Węgier, Łotwy i Rumunii zacieśnienie fiskalne było warunkiem skorzystania z programów pomocowych MFW i UE. Natomiast w Estonii działania ograniczające nierównowagę finansów publicznych były związane z dążeniem do wypełnienia kryterium fiskalnego z Maastricht i przystąpienia do strefy euro w 2011 r. W obliczu silnego spadku PKB, zagrażającego stabilności finansów publicznych, na istotne zacieśnienie fiskalne już w 2009 r. zdecydowała się także Litwa. Z kolei Czechy, w związku z niską realizacją dochodów podatkowych, pod koniec 2009 r. wstrzymały część działań antykrzysowych i przedstawiły pakiet konsolidacyjny na 2010 r. Planują również dalsze dostosowania fiskalne w 2011 r. Słowacja odłożyła podjęcie systemowych działań dostosowawczych na 2011 r. Na początku września br. liderzy partii koalicyjnych tworzących nowy rząd Słowacji przyjęli pakiet dostosowań fiskalnych w 2011 r. o wielkości 2,4%PKB⁵.

Wykres R.1

Deficyt i dług sektora finansów publicznych w krajach UE (w relacji do PKB) w 2010 r.* (lewy panel) oraz pozycja fiskalna wybranych krajów UE* w 2010 r. a bieżące rentowności 10-letnich skarbowych papierów wartościowych** (prawy panel).



Źródło: Komisja Europejska (maj 2010 r.), dane EcoWin Financial.

*Deficyt i dług sektora finansów publicznych według prognoz Komisji Europejskiej z maja 2010 r. Deficyt sektora finansów publicznych w Irlandii w 2010 r. może być wyższy w związku z dodatkową pomocą państwa dla sektora finansowego i może wynieść nawet 32%PKB, a dług publiczny może przekroczyć poziom 100% PKB.

**Dzienne rentowności z dnia 27 września br. Na wykresie w prawym panelu średnice kół reprezentują wysokość rentowności dla poszczególnych krajów (w nawiasach podano także ich wartość liczbową).

Wśród ekonomistów brak jest konsensusu co do krótkookresowych skutków zacieśnienia fiskalnego. Z jednej strony obniżki wydatków lub/i podwyżki podatków mogą zmniejszyć zagregowany popyt, oddziałując w kierunku spadku aktywności gospodarczej w krótkim okresie. Z drugiej strony jednak zacieśnienie fiskalne może przełożyć się na poprawę oczekiwań gospodarstw domowych i przedsiębiorstw dotyczących przyszłego wzrostu gospodarczego i dochodów tych podmiotów (na skutek niższych przyszłych obciążeń podatkowych), a także na spadek realnych stóp procentowych w wyniku obniżenia się zawartej w tych stopach premii za ryzyko, co sprzyja wzrostowi popytu prywatnego w krótkim okresie (są to tzw. niekeynesowskie skutki zacieśnienia fiskalnego). Korzystne skutki zacieśnienia fiskalnego mogą pojawić się zwłaszcza w państwach, w przypadku których występują istotne obawy o ich wypłacalność, a planowane dostosowania mają dużą skalę, wiążą się z działaniami wzmacniającymi długookresową stabilność finansów publicznych i - w efekcie - są uznawane za wiarygodne.

Oprócz zmniejszenia obaw o wypłacalność finansów publicznych, źródłem niekeynesowskich efektów zacieśnienia fiskalnego mogą być także korzystne zmiany w kształtowaniu się kosztów przedsiębiorstw (głównie kosztów płacowych), prowadzące do poprawy międzynarodowej konkurencyjności i rentowności tych podmiotów, a przez to wzrostu ich możliwości inwestycyjnych oraz skłonności do inwestycji. Wystąpienie tych efektów zależy jednak od struktury zacieśnienia fiskalnego. Mogą się one pojawić w przypadku zacieśnienia opartego na zmniejszeniu wydatków (w szczególności wydatków na wynagrodzenia w sektorze publicznym), sprzyjającego ograniczeniu presji płacowej w gospodarce. W przeciwnym kierunku może oddziaływać natomiast zacieśnienie oparte na podwyżkach podatków.

⁵ Szczegółowy opis działań dostosowawczych w nowych krajach członkowskich UE zawarto w Raporcie NBP „Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej”, czerwiec 2010.

Po kryzysie finansowym zacieśnieniu fiskalnemu towarzyszy proces ograniczania akcji kredytowej przez banki, co może zwiększać negatywny wpływ zaostrzenia polityki fiskalnej na PKB. Wpływ zacieśnienia fiskalnego na aktywność gospodarczą bywał w przeszłości często łagodzony przez deprecjację lub dewaluację nominalnego kursu walutowego, wspierającą wzrost eksportu i ograniczającą dynamikę importu, oraz przez akomodacyjną politykę pieniężną⁶. W obecnych warunkach, przy prawdopodobnych jednoczesnych dostosowaniach fiskalnych w wielu krajach oraz utrzymujących się na niskim poziomie stopach procentowych głównych banków centralnych, możliwość wykorzystania kanału kursowego i obniżek stóp procentowych do łagodzenia skutków zacieśnienia fiskalnego jest ograniczona. Zaniechanie dostosowań fiskalnych może jednak prowadzić do wzrostu rynkowych stóp procentowych, oddziałując tym samym niekorzystnie na aktywność gospodarczą.

Ostatnie symulacje MFW (2010) pokazują, że przy jednoczesnych dostosowaniach fiskalnych w wielu krajach i braku możliwości obniżenia stóp procentowych, zacieśnienie fiskalne na poziomie 1% PKB może zmniejszyć poziom PKB w ciągu 2 lat o 2%⁷. Jednocześnie symulacje MFW⁸ wskazują, że w długim okresie redukcja długu publicznego o 10 pkt. proc. podwyższa poziom PKB o 1,4%⁹.

Podsumowując, w warunkach wysokiej awersji do ryzyka na rynkach finansowych oraz w kontekście rosnących kosztów wynikających ze starzenia się społeczeństw, znacząca nierównowaga fiskalna w krajach Unii Europejskiej wiąże się z zagrożeniami dla stabilności gospodarczej tych krajów. Mimo, że w krótkim okresie dostosowania fiskalne mogą mieć niekorzystny wpływ na PKB, są one niezbędne dla ograniczenia tych zagrożeń. Sprzyjają one również wzrostowi gospodarczemu w dłuższej perspektywie.

Bibliografia:

Komisja Europejska (2010), European Economic Forecast - Spring 2010, European Economy, 2, Bruksela, maj 2010.

MFW (2010), Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation, World Economic Outlook, MFW, Waszyngton, październik 2010.

NBP (2010), Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, Warszawa, czerwiec 2010.

Rzońca A, Ciżkowicz P. (2005), Non-Keynesian Effects of Fiscal Contraction in New Member States, ECB Working Paper No. 519, wrzesień 2005.

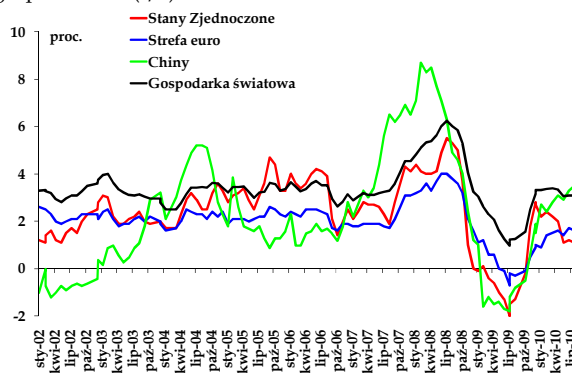
1.2. Procesy inflacyjne za granicą

Po stopniowym wzroście w II poł. 2009 r. i stabilizacji w I kw. br., w kolejnych miesiącach inflacja w gospodarce światowej nieznacznie się obniżyła (Wykres 1.9).

Ujemny efekt bazy (związany z silnym wzrostem cen energii pod koniec II kw. ub. r.) spowodował wyraźny spadek rocznej inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych w III kw. br. (Wykres 1.9). Jednocześnie nieco wzrosła inflacja w strefie euro. Kształtujące się na niskim

Wykres 1.9

Inflacja CPI w gospodarce światowej i największych gospodarkach (r/r).



Źródło: Dane OECD, Eurostatu, MFW.

⁶ Akomodacyjna polityka pieniężna towarzyszy przede wszystkim zacieśnieniom fiskalnym opartym na dostosowaniach po stronie wydatków sektora finansów publicznych.

⁷ Symulacja przeprowadzana jest w oparciu o model skalibrowany dla małej otwartej gospodarki (o charakterystykach podobnych do gospodarki Kanady). Symulacje nie uwzględniają możliwości zastosowania niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej. Ponadto w symulacji założono, że dostosowanie fiskalne odbywa się tylko poprzez cięcia wydatków. Badania empiryczne wskazują natomiast, że zacieśnienie oparte na obniżkach wydatków wiąże się z mniejszym spadkiem dynamiki PKB niż konsolidacje polegające na podwyżkach podatków.

⁸ Symulacja dotyczy zmniejszenia długu publicznego w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Japonii, tj. w państwach o wysokim wyjściowym poziomie długu publicznego. Zmniejszenie długu publicznego w ramach symulacji ma miejsce poprzez redukcję konsumpcji publicznej i transferów.

⁹ Spadek realnych stóp procentowych wspiera wzrost inwestycji przedsiębiorstw. Ponadto mniejsze koszty finansowania długu sprzyjają obniżaniu podatków zniekształcających decyzje uczestników życia gospodarczego (ang. *distortionary taxes*).

poziomie wskaźniki inflacji bazowej wskazują na brak presji inflacyjnej w głównych gospodarkach rozwiniętych. Sprzyja temu niskie, choć stopniowo rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz wysoki poziom bezrobocia.

Jednocześnie na początku III kw. br. nieznacznie zmniejszyła się inflacja w głównych gospodarkach wschodzących, z wyjątkiem Chin (Wykres 1.9).

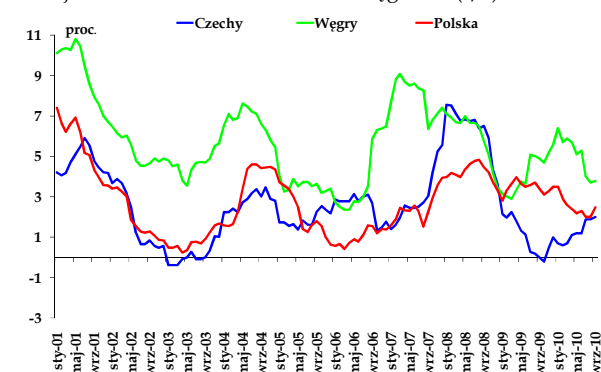
Wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej, wzrost cen regulowanych oraz silniejszy niż w poprzednich miesiącach wpływ podwyżek podatków pośrednich¹⁰ przełożyły się na dalszy wzrost wskaźnika inflacji CPI w Czechach. W analizowanym okresie był kontynuowany także wzrost wskaźników inflacji CPI w krajach bałtyckich (Wykres 1.9, Wykres 1.10, Wykres 1.11). W szczególności, po przejściowym spadku inflacji w lipcu br. wskutek ujemnego efektu bazy związanego z podwyżką stawki VAT w ub. r., we wrześniu br. wyraźnie wzrosła inflacja w Estonii. Stopniowemu wzrostowi wykorzystania mocy wytwórczych w Czechach i krajach bałtyckich towarzyszy wzrost wskaźników inflacji bazowej, choć w większości z nich wskaźniki te nadal kształtują się na bardzo niskim poziomie. W analizowanym okresie wyraźnie obniżyła się roczna inflacja CPI oraz inflacja bazowa na Węgrzech, do czego przyczynił się przede wszystkim ujemny efekt bazy związany z podwyżką stawek VAT w lipcu ub. r.

1.3. Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą

W III kw. 2010 r. nasiliły się obawy o spowolnienie wzrostu w Stanach Zjednoczonych oraz wolniejsze niż wcześniej zakładano ożywienie w gospodarce światowej. Obawy te przyczyniły się do silnego spadku rentowności obligacji amerykańskich i niemieckich (Wykres 1.12). Oczekiwania, że krótkoterminowe stopy procentowe utrzymają się na niskim poziomie dłużej niż wcześniej

Wykres 1.10

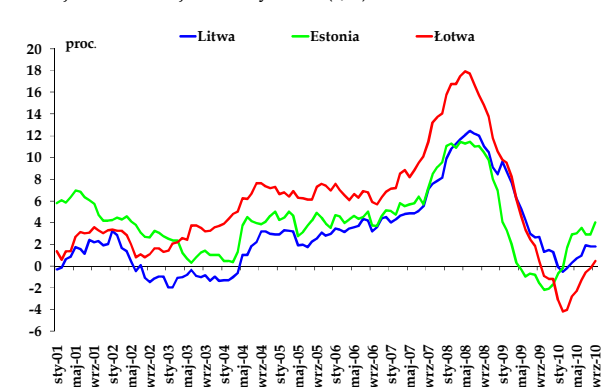
Inflacja CPI w Czechach, Polsce i na Węgrzech (r/r).



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

Wykres 1.11

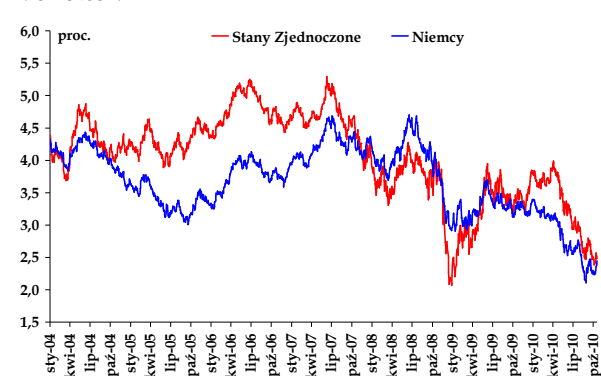
Inflacja CPI w krajach bałtyckich (r/r).



Źródło: Dane krajowych urzędów statystycznych.

Wykres 1.12

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



Źródło: Dane Bloomberg.

¹⁰ Od stycznia br. stawki VAT w Czechach zostały podwyższone o 1 pkt. proc. Podniesione zostały także stawki akcyzy od paliw, napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych.

zakładano znalazły wsparcie w komunikatach Fed, w których wskazywano na możliwość utrzymania stóp procentowych na bardzo niskim poziomie przez dłuższy czas oraz podjęcia ewentualnego dalszego ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* rentowności obligacji oraz stawki CDS krajów peryferyjnych strefy euro (Wykres 1.13) utrzymywały się na podwyższonym poziomie. Wpływ na to miała nadal wysoka niepewność dotycząca sytuacji fiskalnej w tych krajach, odzwierciedlona w obniżkach ratingów ich obligacji¹¹.

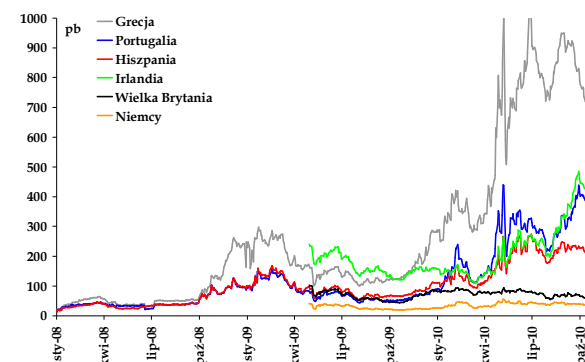
Ponowne słabnięcie koniunktury w amerykańskiej gospodarce oraz wzrost oczekiwań, że Fed przez dłuższy czas będzie prowadził ekspansywną politykę pieniężną spowodowały osłabienie kursu dolara względem euro (Wykres 1.14). Jednocześnie miała miejsce aprecjacja walut uznawanych za bezpieczne, w tym jena japońskiego, co skłoniło Bank Japonii do podjęcia pierwszej od sześciu lat interwencji walutowej. Umocniły się również waluty gospodarek wchodzących (Wykres 1.15), czemu sprzyjał wyższy niż w krajach rozwiniętych wzrost gospodarczy i towarzysząca mu bardziej restrykcyjna polityka pieniężna.

Indeksy na głównych światowych giełdach zanotowały umiarkowane wzrosty (Wykres 1.16).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne banki centralne nadal prowadziły łagodną politykę pieniężną (Wykres 1.17). Fed utrzymał stopę procentową na poziomie 0,00-0,25%, Europejski Bank Centralny (EBC) na poziomie 1,00%, Bank Anglii na poziomie 0,50%, a Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) nie zmienił pasma dla 3-miesięcznej stopy LIBOR, które wynosi 0,00-0,75%, nadal starając się utrzymywać tę stopę na poziomie zbliżonym do 0,25%, tj. w dolnej części tego przedziału. Ponadto Bank Japonii obniżył główną stopę procentową z poziomu 0,10% zapowiadając, że będzie się starał utrzymywać ją w paśmie 0,00-

Wykres 1.13

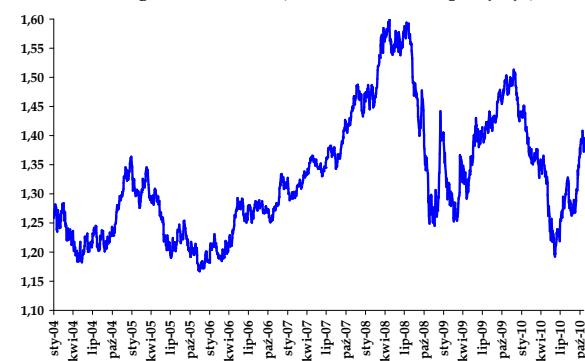
Stawki CDS w wybranych krajach rozwiniętych.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.14

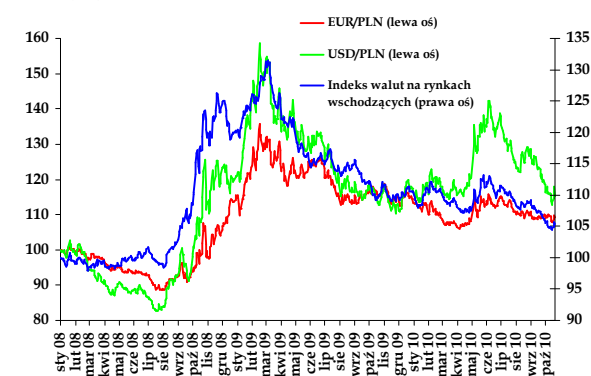
Kurs euro względem dolara (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.15

Indeks walut na rynkach wschodzących* oraz kurs złotego względem dolara i euro (styczeń 2008=100, wzrost oznacza deprecjację).



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg i BIS.

* Indeks walut na rynkach wschodzących odzwierciedla średnią ze zmian kursów walut Argentyny, Brazylii, Chile, Kolumbii, Meksyku, Peru, Korei, Indii, Tajlandii, Indonezji, Filipin, RPA, Rosji, Izraela i Turcji względem dolara amerykańskiego i euro (wagi euro i dolara zależą od skali obrotów na danym rynku kasowym).

¹¹ Rating obligacji Irlandii został obniżony w lipcu br. przez agencję Moody's, w sierpniu br. przez agencję S&P oraz w październiku br. przez agencję Fitch. Ponadto agencja Moody's obniżyła w lipcu br. rating obligacji Portugalii, a we wrześniu br. - Hiszpanii.

0,10%. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego obecnie oczekuje się, że w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy stopa funduszy federalnych, główna stopa EBC oraz główna stopa SNB zostaną utrzymane na niezmiennym poziomie. Analitycy ankietowani przez agencję Reutera oczekują, że SNB podniesie stopę procentową do 0,50% w I kw. 2011 r., EBC - do 1,25% w IV kw. 2011 r., natomiast Fed - do 0,50% również w IV kw. 2011 r.

1.4. Światowe rynki surowców

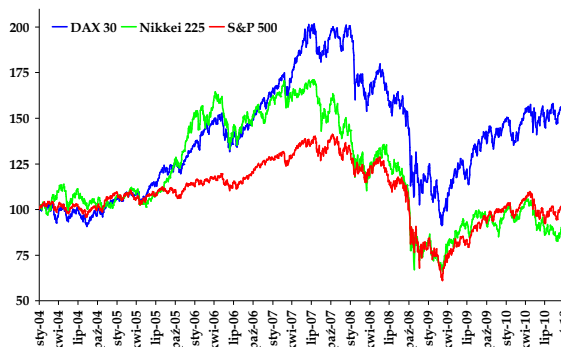
Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny ropy naftowej były stabilne: w okresie czerwiec - wrzesień br. pozostawały w przedziale 74-79 USD/b (Wykres 1.18). Do wyhamowania obserwowanej wcześniej wzrostowej tendencji cen ropy przyczyniło się przede wszystkim pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarki światowej, które znalazło odzwierciedlenie w pogorszeniu nastrojów na rynkach finansowych. Presję cenową na rynku ropy osłabiał też - nietypowy dla okresu wakacyjnego - wzrost zapasów paliw płynnych w USA. W październiku 2010 r. ceny ropy naftowej wzrosły do ok. 83 USD/b.

Ceny węgla od początku 2010 r. pozostawały stabilne. Natomiast ceny gazu ziemnego w analogicznym okresie wykazywały tendencję rosnącą (Wykres 1.19).

Od początku 2010 r. ceny surowców rolnych na rynkach światowych istotnie wzrosły. Indeks cen żywności wzrósł w okresie maj - wrzesień br. o 9,1% (Wykres 1.20). W kierunku wzrostu cen surowców rolnych oddziaływały niekorzystne warunki agrometeorologiczne oraz wprowadzenie przez Rosję embarga na eksport zbóż. Dodatkowo do podwyższenia cen surowców mogła się przyczynić działalność spekulacyjna widoczna w zwiększonej liczbie otwartych pozycji na rynkach terminowych.

Wykres 1.16

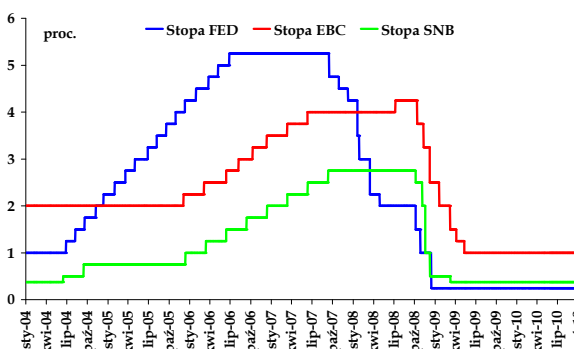
Indeksy giełdowe w Niemczech (DAX 30), Japonii (Nikkei 225) i Stanach Zjednoczonych (S&P 500), styczeń 2004 r. = 100.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 1.17

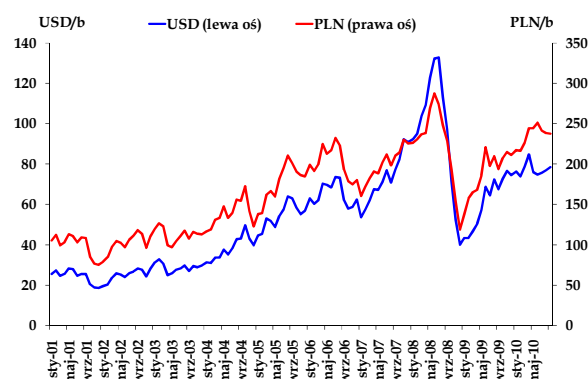
Stopa funduszy federalnych Fed, stopa refinansowa EBC i stopa procentowa SNB.



Źródło: Dane banków centralnych.

Wykres 1.18

Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.

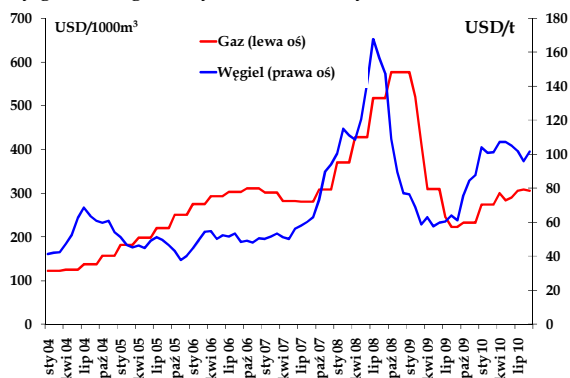


Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Jednocześnie do ograniczenia wzrostu tych cen przyczyniał stosunkowo wysoki poziom zapasów surowców rolnych na świecie.

Wykres 1.19

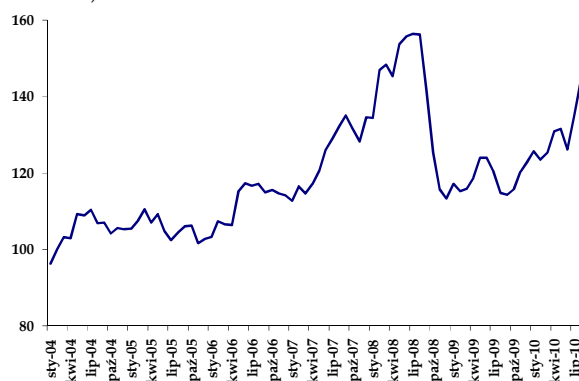
Ceny gazu i węgla na rynkach światowych.



Źródło: Dane MFW.

Wykres 1.20

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



Źródło: Dane MFW, obliczenia NBP.

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

Rozdział 2

Gospodarka krajowa

2.1. Procesy inflacyjne

2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

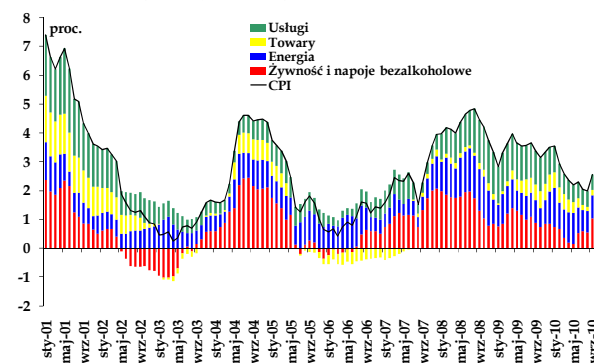
Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w okresie czerwiec - sierpień 2010 r. obniżyło się z 2,3% do 2,0%, a we wrześniu br. wzrosło do 2,5%, tj. do poziomu celu inflacyjnego NBP (Wykres 2.1).

Do wzrostu inflacji w okresie czerwiec - wrzesień br. przyczynił się przede wszystkim wzrost cen żywności, głównie nieprzetworzonej (przede wszystkim owoców i warzyw w następstwie niekorzystnych warunków agrometeorologicznych wiosną i latem br., a także wzrostu cen surowców rolnych na rynkach światowych) oraz cen gazu ziemnego (efekt wejścia w życie od czerwca br. wyższych taryf dotyczących paliwa gazowego).

Natomiast w kierunku obniżenia skali wzrostu rocznego wskaźnika CPI w analizowanym okresie oddziaływały ujemne efekty bazy wynikające ze znacznego wzrostu cen paliw oraz cen wyrobów akcyzowych, głównie tytoniowych (wskutek podwyżki stawki podatku akcyzowego) w analogicznym okresie 2009 r., a także ograniczona presja popytowa i płacowa.

Wykres 2.1

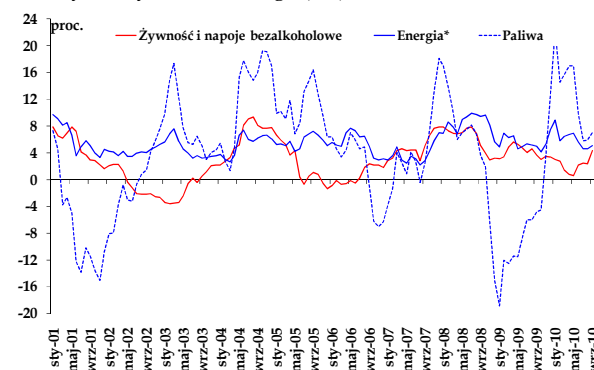
Zmiany CPI i głównych kategorii cen (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2

Zmiany cen żywności i energii (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

2.1.2. Inflacja bazowa

W okresie czerwiec - wrzesień 2010 r. obniżyła się większość miar inflacji bazowej (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii spadł z 1,5% r/r w czerwcu do 1,2% r/r we wrześniu br. Przyczyniło się do tego przede wszystkim oddziaływanie ujemnego efektu bazy dotyczącego cen wyrobów akcyzowych (głównie tytoniowych), a także spadek dynamiki cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania (głównie cen administrowanych). W kierunku niskiej inflacji bazowej oddziaływała także ograniczona presja popytowa, na co może wskazywać obniżająca się dynamika cen usług w zakresie rekreacji i kultury oraz usług w grupie restauracje i hotele.

2.1.3. Kryterium stabilności cen z Maastricht

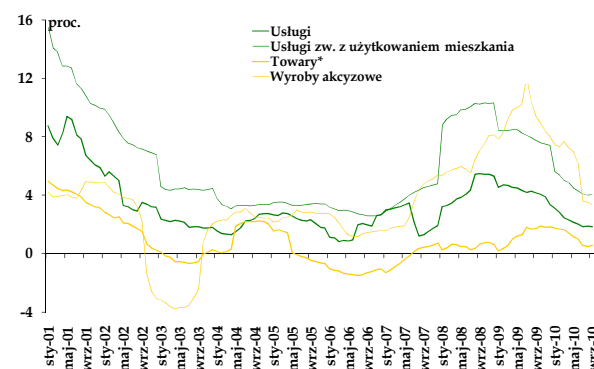
W okresie czerwiec - wrzesień 2010 r. dwunastomiesięczna średnia inflacja HICP w Polsce, brana pod uwagę przy ocenie spełniania kryterium stabilności cen z Maastricht, obniżyła się z 3,5% do 2,9%. W tym samym okresie według szacunków NBP wartość referencyjna dla kryterium inflacyjnego wzrosła z 1,5% do 2,1%¹² (Wykres 2.5). W rezultacie różnica między dwunastomiesięczną średnią inflacją HICP w Polsce a wartością referencyjną w okresie czerwiec - wrzesień 2010 r. zmniejszyła się z 2,0 pkt. proc. do 0,8 pkt. proc.

2.1.4. Ceny produkcji sprzedanej

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) wzrosły w III kw. 2010 r. o 4,0% r/r¹³ (po wzroście o 1,2% r/r w poprzednim kwartale). Było to związane przede wszystkim z wyraźnym wzrostem cen w przetwórstwie przemysłowym (Wykres 2.6). Do silnego wzrostu rocznego wskaźnika PPI w III kw. br.

Wykres 2.3

Zmiany cen usług i towarów (r/r).

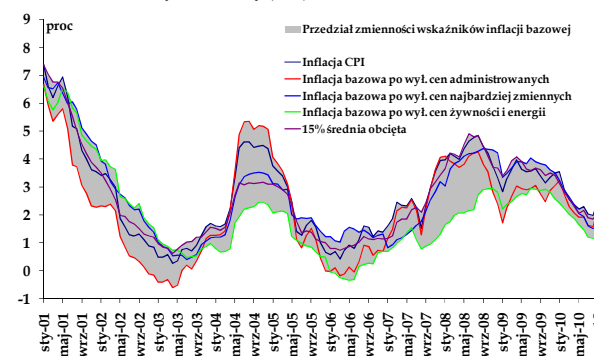


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.4

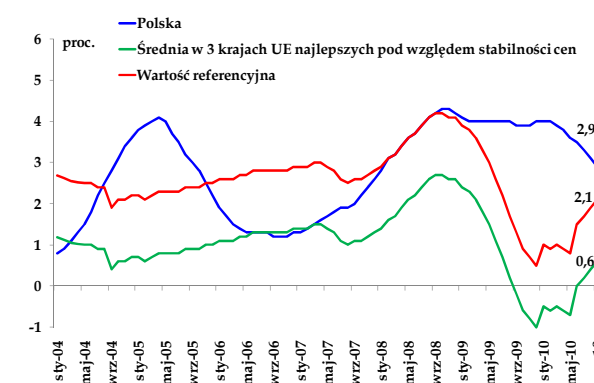
Wskaźniki inflacji bazowej (r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.5

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



Źródło: Dane Eurostat, szacunki i obliczenia NBP.

¹² Szacunki te są oparte na założeniu, że w czerwcu, lipcu i sierpniu br. do grupy referencyjnej dla kryterium stabilności cen weszłyby: Portugalia, Estonia i Słowacja, a we wrześniu br. Słowacja, Portugalia i Holandia. Formalnej oceny, czy dany kraj spełnia kryterium stabilności cen, dokonują Komisja Europejska i Europejski Bank Centralny w *Raportach o konwergencji*, ostatnio opublikowanych w maju br.

¹³ Szacunek NBP na podstawie miesięcznych danych GUS.

przyczynił się dodatni efekt bazy wynikający ze znacznego obniżenia dynamiki tego wskaźnika w analogicznym okresie ub. r. Na działanie efektu bazy wskazuje jednocześnie obniżenie się kwartalnej dynamiki PPI po uwzględnieniu wahań sezonowych.

Dynamika cen producenta na rynku krajowym w lipcu i sierpniu 2010 r. wzrosła do odpowiednio 4,7% r/r i 5,0% r/r (wobec 2,7% r/r w II kw. br.; Wykres 2.6), a na rynku dóbr eksportowanych - wskutek osłabienia tempa aprecjacji złotego w ujęciu rocznym - odpowiednio do 1,1% r/r oraz 1,5% r/r (wobec -3,6% w II kw. br.).

2.1.5. Ceny importu

W II kw. 2010 r. ceny importu wyrażone w złotych obniżyły się o 3,5% r/r wobec spadku o 4,9% r/r w poprzednim kwartale. Do zmniejszenia skali spadku tych cen przyczyniło się obserwowane w II kw. br. osłabienie tendencji aprecyjnej złotego w ujęciu rocznym. Innym czynnikiem ograniczającym spadek cen importu w analizowanym okresie był wzrost cen surowców na rynkach światowych, w tym przede wszystkim ropy naftowej (Wykres 2.7).

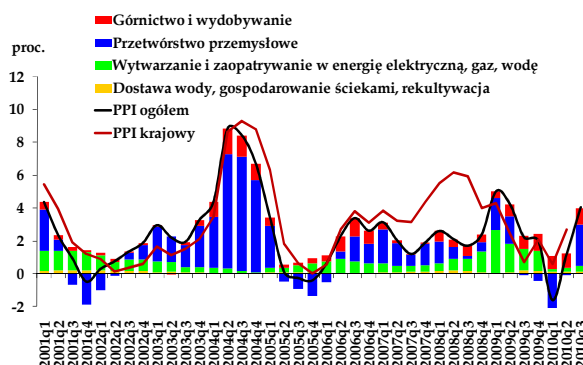
2.1.6. Oczekiwania inflacyjne

Prognozy inflacji analityków sektora finansowego w horyzoncie roku, kształtujące się od początku 2009 r. na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego NBP, w sierpniu i wrześniu 2010 r. wzrosły do 2,9%, a w październiku 2010 r. - do 3,0% (Wykres 2.8). Natomiast roczny wskaźnik inflacji w grudniu br. oraz inflacja średnioroczna w 2010 r. prognozowane przez tę grupę podmiotów wyniosły w październiku br. odpowiednio 2,7% i 2,5%.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy (miara zobiektywizowana) są od początku 2009 r. stosunkowo stabilne. W III kw. 2010 r. oczekiwana przez przedsiębiorstwa inflacja wyniosła 2,4% wobec 2,3% w poprzednim kwartale.

Wykres 2.6

Struktura rocznej dynamiki PPI ogółem* według sekcji przemysłu oraz PPI krajowy.

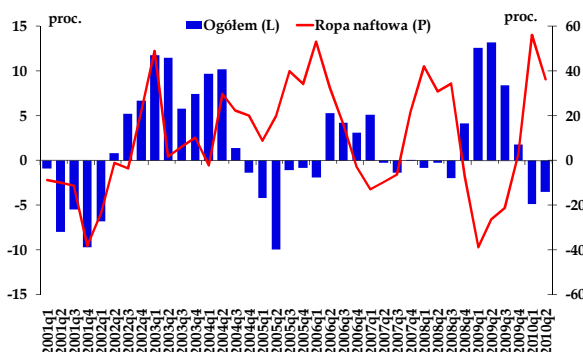


Źródło: Dane GUS.

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

Wykres 2.7

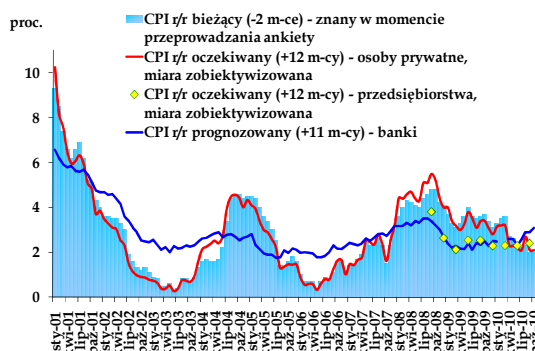
Zmiany cen importu ogółem oraz ropy naftowej wyrażonych w złotych (r/r).



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.8

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



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, NBP.

Zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych kształtuje się zwykle na poziomach zbliżonych do inflacji znanej w okresie badania, co wynika z adaptacyjnego charakteru tych oczekiwań. W sierpniu br. miara ta wzrosła jednak wyraźnie powyżej poziomu inflacji, co było związane przede wszystkim z pogorszeniem struktury odpowiedzi na pytania ankiety¹⁴. We wrześniu i październiku br. oczekiwania inflacyjne osób prywatnych ponownie ukształtowały się na poziomie zbliżonym do bieżącej inflacji (por. Ramka 2).

Ramka 2. Oczekiwania inflacyjne w Polsce

Oczekiwania inflacyjne mają istotny wpływ na inflację, a przez to - na kształt prowadzonej polityki pieniężnej. Z punktu widzenia banku centralnego istotne są dwie cechy oczekiwań: stopień ich racjonalności oraz stopień ich zakotwiczenia. Oczekiwania racjonalne z wyprzedzeniem odzwierciedlają przebieg procesów makroekonomicznych w przyszłości i na bieżąco dyskontują przyszłe efekty makroekonomiczne stosowanych narzędzi polityki gospodarczej, tj. mają tzw. charakter antycypacyjny. Natomiast oczekiwania zakotwiczone to takie, które niezależnie od wahań bieżącej inflacji pozostają stabilne i kształtują się na poziomie spójnym z celem polityki pieniężnej.

Poszczególne grupy podmiotów formułują oczekiwania inflacyjne w różny sposób. Stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych w celu inflacyjnym jest w przypadku podmiotów wyspecjalizowanych w prognozowaniu makroekonomicznym inny niż u pozostałych podmiotów. Analitycy sektora finansowego w Polsce przy formułowaniu przewidywań inflacyjnych uwzględniają w przeważającej mierze cel inflacyjny NBP - jego oszacowana waga w formułowaniu oczekiwań przekracza w przypadku tej grupy podmiotów 80%. Z kolei osoby prywatne przypisują większe znaczenie zmianom bieżącej inflacji, a waga celu inflacyjnego w formułowanych przez nie oczekiwaniach nie przekracza 20%¹⁵. Warto jednak zwrócić uwagę, że obecnie waga ta jest wyższa niż w okresie wprowadzania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce.

Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w Polsce cechuje wysoki, choć stopniowo malejący, stopień adaptacyjności. Odsetek podmiotów formułujących oczekiwania w sposób antycypacyjny (racjonalny) jest stosunkowo niewielki i nie przekracza 15%. Na zróżnicowanie oczekiwań w tej grupie podmiotów wpływają cechy społeczno-demograficzne, jak płeć, wiek, poziom wykształcenia i dochody (por. Stanisławska, 2010). Badania przeprowadzone w NBP (Łyziak, 2010) wskazują, że waga czynnika antycypacyjnego przy formułowaniu oczekiwań inflacyjnych przez osoby prywatne w Polsce jest nieznacznie wyższa od średniej dla gospodarek UE, choć niższa niż w przypadku niektórych starych krajów członkowskich UE. Na oczekiwania inflacyjne osób prywatnych w Polsce mają wpływ silne zmiany ogólnych nastrojów dotyczących perspektyw gospodarczych (zwłaszcza bezrobocia) i sytuacji materialnej gospodarstwa domowego (por. Stanisławska, 2010). Na postrzeganie inflacji przez osoby prywatne oddziałują również

¹⁴ Mogło się ono wiązać z zapowiedziami dotyczącymi podwyżek stawek VAT oraz z pogorszeniem ogólnej oceny sytuacji gospodarczej.

¹⁵ Zaktualizowane szacunki z pracy: Łyziak, Mackiewicz, Stanisławska E. (2007), bazujące na różnych wskaźnikach oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych (kwantyfikowanych różnymi metodami na podstawie danych ankietowych pochodzących z różnych ośrodków badania opinii publicznej). Podobne wyniki uzyskała Stanisławska (2008). Sugerują one, że zarówno analitycy bankowi, jak i osoby prywatne, formułując oczekiwania inflacyjne, biorą pod uwagę przede wszystkim przeszłą inflację i - w mniejszym stopniu - stopę procentową. Jednakże prognozy analityków charakteryzują się większą antycypacyjnością i w większym stopniu uwzględniają cel inflacyjny banku centralnego.

zmiany cen dóbr często przez nie kupowanych, nawet jeśli poziom inflacji CPI jest relatywnie stabilny (por. Łyziak, 2009).

Bibliografia:

Łyziak T., Mackiewicz J., Stanisławska E. (2007), Central bank transparency and credibility. The case of Poland, 1998-2004, *European Journal of Political Economy*, nr 23(1), str. 51-66.

Łyziak T. (2009), Is inflation perceived by Polish consumers driven by prices of frequently bought goods and services?, *Comparative Economic Studies*, nr 51, str. 100-117.

Łyziak T. (2010), Measuring and examining forward-lookingness of consumer inflation expectations in Europe, w: E. Stanisławska, E. Tomczyk [red.], *Inflation Expectations – a View from Different Perspectives*, Oficyna Wydawnicza SGH, str. 43-92.

Stanisławska E. (2010), Differences in consumers' inflation expectations - the case of Poland, w: E. Stanisławska, E. Tomczyk [red.], *Inflation Expectations – a View from Different Perspectives*, Oficyna Wydawnicza SGH, str. 111-124.

2.2. Popyt i produkcja

W II kw. 2010 r. PKB w ujęciu realnym wzrósł według wstępnego szacunku GUS o 3,5% r/r wobec 3,0% r/r w I kw. 2010 r. (Wykres 2.9). Popyt krajowy w II kw. 2010 r. zwiększył się o 3,9% r/r wobec wzrostu o 2,2% r/r w poprzednim kwartale.

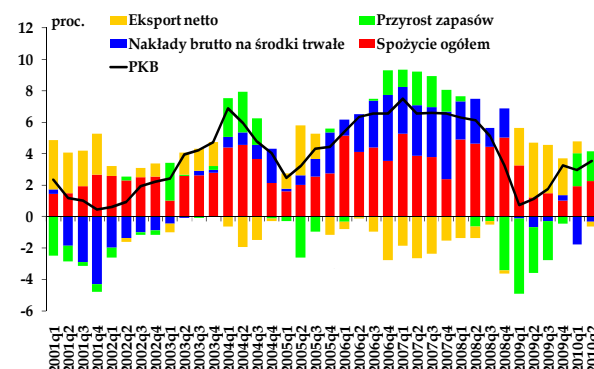
Dynamika spożycia indywidualnego w II kw. 2010 r. ponownie wzrosła, nadal utrzymując się jednak poniżej wieloletniej średniej. Natomiast tempo wzrostu spożycia publicznego pozostało w II kw. br. na niezmiennym poziomie.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w II kw. 2010 r. była nadal ujemna, choć tempo spadku inwestycji było znacznie niższe niż w I kw. br. Osłabienie tempa spadku inwestycji w II kw. br. było efektem mniejszej skali obniżenia inwestycji prywatnych. Jednocześnie, w II kw. 2010 r. przedsiębiorstwa kontynuowały odbudowę poziomu zapasów, wskutek czego wkład tej kategorii do wzrostu PKB był ponownie dodatni i znaczący.

Wraz ze stopniową poprawą koniunktury gospodarczej za granicą, w II kw. 2010 r. zwiększyło się tempo wzrostu eksportu. Nastąpiła jednocześnie szybka odbudowa popytu importowego, której sprzyjało ożywienie w gospodarce krajowej oraz mocniejszy niż przed rokiem kurs złotego. Ponieważ odbudowa importu następowała w szybszym tempie niż wzrost eksportu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB był w II kw. br. ujemny - po raz pierwszy od IV kw. 2008 r.

Wykres 2.9

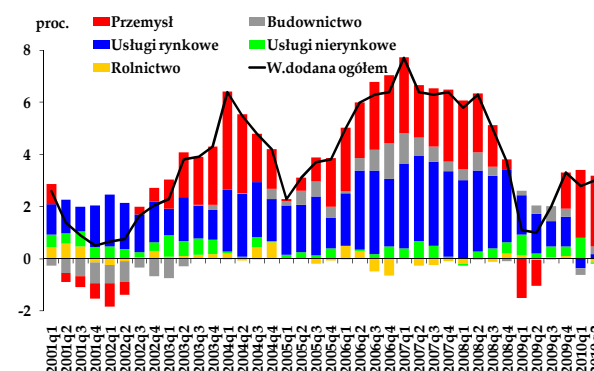
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.10

Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

W II kw. 2010 r. największy udział we wzroście wartości dodanej brutto - trzeci kwartał z rzędu - miał przemysł. Dodatnią, chociaż niewielką kontrybucję do wzrostu wartości dodanej brutto miały także budownictwo i usługi rynkowe (Wykres 2.10).

2.2.1. Popyt konsumpcyjny

W I poł. 2010 r. następowało stopniowe przyspieszenie wzrostu popytu konsumpcyjnego. Według wstępnego szacunku GUS w II kw. 2010 r. dynamika spożycia indywidualnego wzrosła do 3,0% r/r, wobec 2,2% r/r w I kw. br. oraz 1,7% r/r w IV kw. 2009 r. (Wykres 2.11).

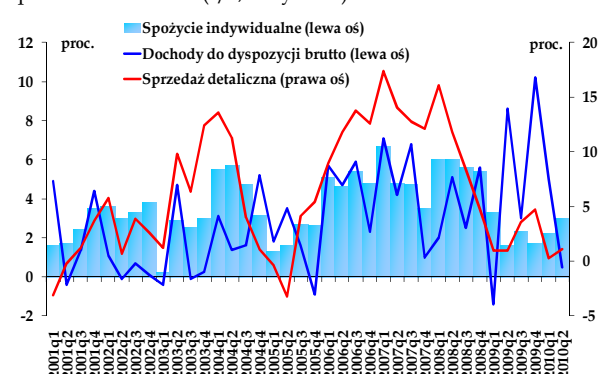
W I kw. 2010 r. wzrost dynamiki popytu konsumpcyjnego nastąpił pomimo osłabienia tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Na osłabienie wzrostu dochodów w I kw. 2010 r. złożyły się niski wzrost przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w ujęciu realnym (o 1,1% r/r) i spadek liczby zatrudnionych w gospodarce narodowej (o 0,3% r/r). W kierunku ograniczenia dynamiki dochodów do dyspozycji oddziaływało także obniżenie tempa wzrostu nadwyżki operacyjnej brutto oraz świadczeń społecznych. Wzrost dynamiki spożycia indywidualnego oraz słabnące tempo wzrostu dochodów do dyspozycji skutkowało spadkiem stopy oszczędności w I kw. br.

W II kw. 2010 r. nastąpił dalszy spadek rocznej dynamiki dochodów do dyspozycji, do czego przyczynił się ujemny efekt bazy związany z wysokim wzrostem tej pozycji w II kw. ub. r. Jednocześnie w kierunku zwiększenia dynamiki dochodów oddziaływały: nieznaczne przyspieszenie tempa wzrostu wynagrodzeń w gospodarce w ujęciu realnym (do 1,5% r/r), wzrost liczby zatrudnionych (por. rozdział 2.3) oraz wyższe niż w poprzednim kwartale dynamiki nadwyżki operacyjnej brutto i świadczeń społecznych ogółem.

W lipcu i sierpniu 2010 r. sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym wzrosła odpowiednio o 2,4% r/r oraz o 5,1% r/r, tj. szybciej niż w I poł. 2010 r. (odpowiednio 0,3% r/r i 1,1% r/r w I i II kw. br.). Wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej może wskazywać na dalsze ożywienie popytu

Wykres 2.11

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



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.12

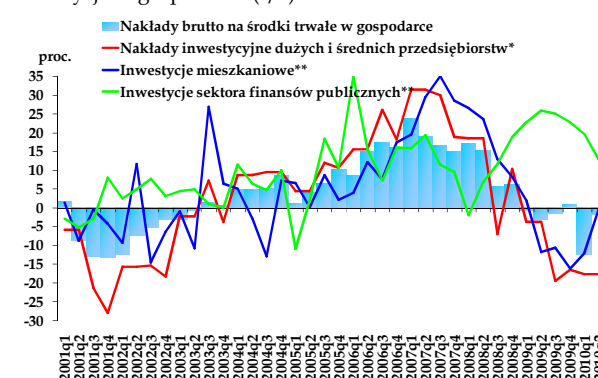
Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.

Wykres 2.13

Inwestycje w gospodarce (r/r).



Źródło: Dane GUS i Ministerstwa Finansów, szacunki NBP.

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

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

konsumpcyjnego w III kw. br. Jednocześnie jednak pogorszenie nastrojów gospodarstw domowych widoczne w badaniach koniunktury może sygnalizować wyhamowanie poprawy popytu konsumpcyjnego¹⁶ (Wykres 2.12).

2.2.2. Popyt inwestycyjny

W II kw. 2010 r. nakłady inwestycyjne w gospodarce ponownie się obniżyły, choć ich spadek był znacznie mniejszy niż w I kw. br. Według danych GUS inwestycje zmniejszyły się o 1,7% r/r w II kw. 2010 r. (wobec spadku o 12,4% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.13).

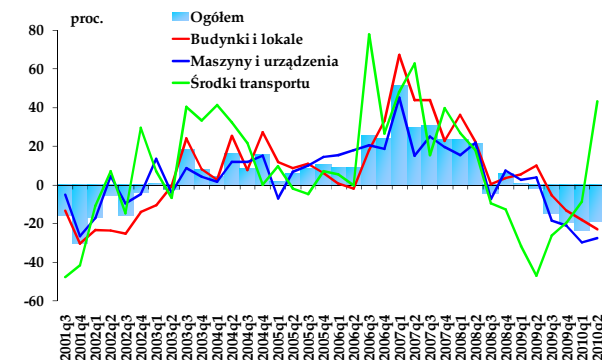
Szacunki za II kw. 2010 r. wskazują na osłabienie wzrostu inwestycji publicznych i dalsze silne obniżanie się inwestycji przedsiębiorstw; jednocześnie zahamowaniu uległ spadek inwestycji mieszkaniowych (Wykres 2.13).

W II kw. 2010 r. nadal obniżały się nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw (w ujęciu nominalnym) we wszystkich podstawowych kategoriach z wyjątkiem środków transportu (Wykres 2.14). Głęboki spadek odnotowano w grupach wydatków na budynki (o 22,9% r/r) oraz na maszyny i urządzenia (o 27,5% r/r). Silny wzrost dynamiki nakładów na środki transportu mógł być z kolei w dużym stopniu związany z zapowiedzianym na koniec 2010 r. zniesieniem odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową. Sprzyjała mu również niska baza z 2009 r., kiedy przedsiębiorstwa gwałtownie ograniczały ten rodzaj inwestycji.

Według badań koniunktury NBP¹⁷, mimo dalszej poprawy sytuacji ekonomicznej, skłonność przedsiębiorstw do realizowania nowych projektów inwestycyjnych była w III kw. 2010 r. wciąż niewielka. Wskaźnik nowych inwestycji skorygowany sezonowo - choć nieznacznie wzrósł - utrzymuje się na poziomie niższym od wieloletniej średniej (Wykres 2.15).

Wykres 2.14

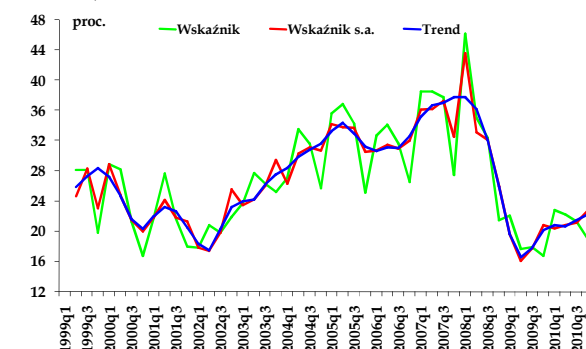
Nakłady brutto na środki trwałe w sektorze przedsiębiorstw (w ujęciu nominalnym, r/r).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.15

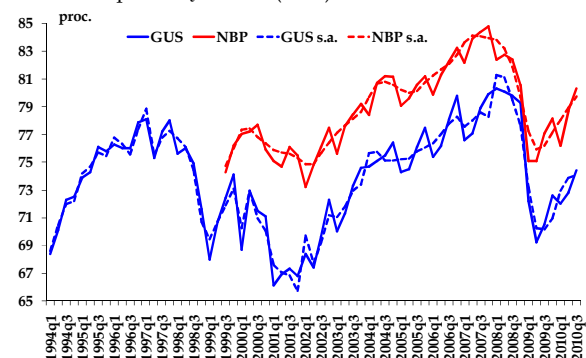
Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

Wykres 2.16

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



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

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

¹⁶ W sierpniu i wrześniu br. obniżyły się wszystkie składniki wskaźników ufności konsumenckiej GUS. Największy wpływ na spadek wartości wskaźników BWUK i WWUK miało pogorszenie się wskaźnika zmiany ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w najbliższych 12 miesiącach.

¹⁷ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2010, NBP.

Rozpoczęte inwestycje będą jednak w zdecydowanej większości kontynuowane, co jest sygnalizowane przez bardzo wysoki poziom wskaźnika kontynuacji inwestycji.

Wyniki badań koniunktury NBP wskazują, że w III kw. br. aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw mogła nieznacznie wzrosnąć. Można przy tym oczekiwać zróżnicowania przedsiębiorstw pod względem ich gotowości do podejmowania inwestycji. Na możliwość szybszego ożywienia inwestycji eksporterów wskazuje wyhamowanie w II kw. br. ujemnej dynamiki inwestycji tej grupy przedsiębiorstw, przy dalszym silnym spadku inwestycji przedsiębiorstw produkujących głównie na rynek krajowy.

Podejmowaniu inwestycji sprzyja rosnący stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.16) oraz bardzo dobra sytuacja finansowa, w tym płynnościowa przedsiębiorstw, a także łagodzenie polityki kredytowej przez banki. Jednocześnie niepewność dotycząca perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w Polsce oraz związane z tym pogorszenie się w III kw. br. oczekiwań przedsiębiorstw dotyczących popytu są czynnikami ograniczającymi skłonność przedsiębiorstw do inwestowania.

W II kw. 2010 r. poprawiła się większość wskaźników efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw, w tym wzrosła rentowność sprzedaży i obrotu netto, a wskaźniki płynności utrzymały się na wysokich poziomach (Tabela 2.1). Dobra sytuacja płynnościowa firm może mieć pozytywny wpływ na ich działalność inwestycyjną - w szczególności dlatego, że znaczna część przedsiębiorstw deklaruje finansowanie inwestycji ze środków własnych (duży zasób płynnych środków powinien także ułatwić przedsiębiorstwom dostęp do finansowania zewnętrznego).

Tabela 2.1

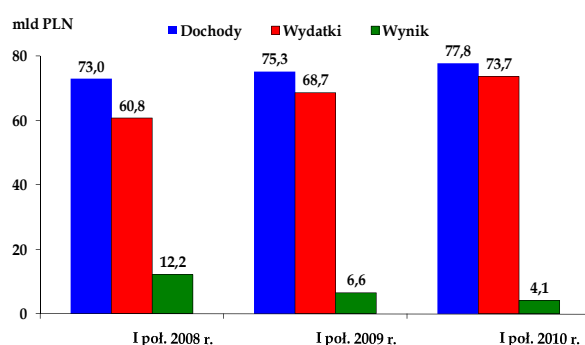
Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2006	2007	2008	2009	2009				2010	
					q1	q2	q3	q4	q1	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,5	5,6	5,0	5,0	5,1	5,2	5,0	4,9	4,8	5,5
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,7	5,0	3,3	4,1	2,2	5,8	4,7	3,6	4,0	4,7
Wskaźnik poziomu kosztów	94,3	93,9	95,8	95,0	97,1	93,3	94,3	95,5	95,0	94,4
dane na koniec okresu										
Wskaźnik płynności I stopnia	34,9	33,7	33,6	38,5	31,9	33,4	34,9	38,5	38,7	37,5

Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.17

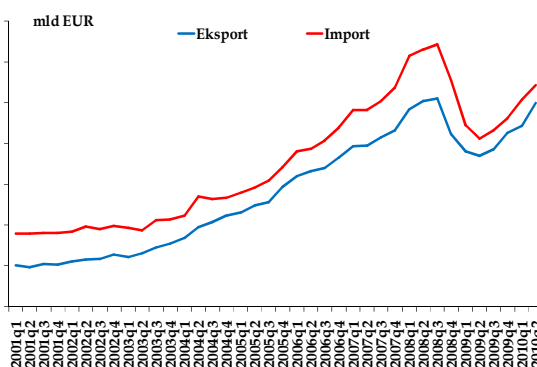
Dochody, wydatki oraz saldo JST.



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

Wykres 2.18

Wartość polskiego eksportu i importu.



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

2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

W okresie styczeń - wrzesień 2010 r. w budżecie państwa zanotowano deficyt w wysokości ok. 39,5 mld zł, co stanowi 73,3% planu rocznego¹⁸.

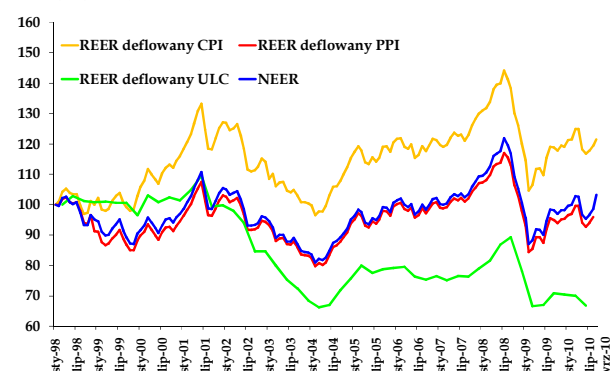
Dochody ogółem budżetu państwa po wrześniu 2010 r. były niższe o 10,5% niż w analogicznym okresie ub. r., natomiast dochody podatkowe i niepodatkowe wzrosły po trzech kwartałach br. o 2,6% r/r. Wpływy z tytułu podatków pośrednich zwiększyły się po wrześniu br. o 6,6% r/r (VAT o 8,5% r/r, akcyza o 3,2% r/r), z kolei dochody z podatków bezpośrednich spadły w analizowanym okresie o 8,3% r/r (PIT o 2,4% r/r, CIT o 17,0% r/r), głównie wskutek wyższych zwrotów tych podatków w ramach rozliczenia rocznego za 2009 r. Wydatki budżetu państwa w tym samym okresie zmniejszyły się natomiast o 1,4% r/r¹⁹.

Warto przy tym podkreślić, że ze względu na wyodrębnienie z budżetu państwa od 2010 r. budżetu środków europejskich, porównanie zagregowanych wartości zarówno dochodów ogółem, jak i wydatków budżetowych w 2010 r. z ubiegłorocznymi jest utrudnione. Niskie dynamiki tych agregatów są po części konsekwencją wyłączenia z budżetu państwa refundowanych wydatków na realizację programów finansowanych z udziałem środków europejskich oraz dochodów z tytułu ich refundacji przez Komisję Europejską.

Jednostki samorządu terytorialnego (JST) zanotowały w I poł. 2010 r. nadwyżkę w wysokości 4,1 mld zł, tj. o 2,5 mld zł mniejszą niż w ub. r. (Wykres 2.17). Dochody ogółem JST wzrosły w I poł. br. o 3,4% r/r, w tym dochody własne o 1,3% r/r²⁰. Wydatki JST w tym samym okresie zwiększyły się o 7,3% r/r.

Wykres 2.19

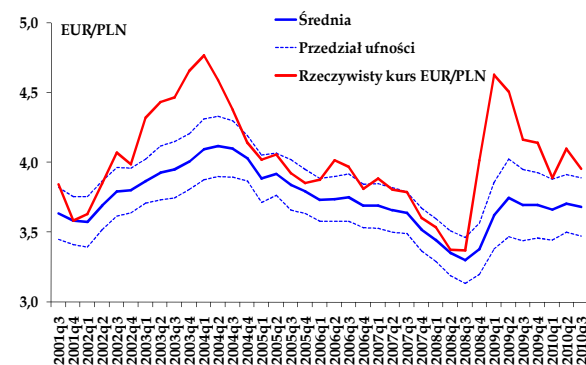
Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 1998=100).



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.20

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



Źródło: Dane i szacunki NBP.

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

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

¹⁸ W ub. r. po wrześniu zrealizowano deficyt na poziomie 75,1% rocznego wykonania.

¹⁹ W kierunku niskiej dynamiki wydatków ogółem budżetu państwa w pierwszych ośmiu miesiącach br. (szczegółowe dane za wrzesień będą dostępne po publikacji *Raportu*) oddziaływały niższe niż w analogicznym okresie 2009 r.: wpłata składki do UE oraz wydatki majątkowe. Niższa składka do UE wynikała z różnic w rozkładzie płatności w latach 2009 i 2010 - w pierwszych miesiącach ub. r. były one wyższe ze względu na fakt, iż Komisja Europejska zobowiązała kraje członkowskie do przyspieszonej wpłaty składki unijnej w związku ze zwiększonymi potrzebami wydatkowymi UE w obliczu kryzysu gospodarczego. Niska dynamika wydatków majątkowych w analizowanym okresie br. może być w znacznym stopniu wyjaśniona efektem bazy związanym z bardzo wysokimi wydatkami majątkowymi Ministerstwa Obrony Narodowej w styczniu 2009 r. na uregulowanie zobowiązań zaciągniętych w 2008 r.

²⁰ Niewielki wzrost dochodów własnych to przede wszystkim efekt mniej korzystnego niż w ub. r. salda rozliczenia rocznego podatków PIT i CIT za 2009 r.

Fundusz Ubezpieczeń Społecznych otrzymał do końca września 2010 r. całość zaplanowanej na ten rok dotacji z budżetu państwa (37,9 mld zł). W kolejnych miesiącach br. luka między wydatkami FUS na wypłatę świadczeń a jego przychodami ze składek zostanie uzupełniona środkami z Funduszu Rezerwy Demograficznej (7,5 mld zł)²¹ oraz pożyczką z budżetu państwa (5,4 mld zł)²². Fundusz Pracy i NFZ zanotowały w pierwszych ośmiu miesiącach br. deficyty, podczas gdy w analogicznym okresie 2009 r. osiągnęły nadwyżki.

Według jesiennej notyfikacji fiskalnej EDP²³, deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB (w ujęciu ESA95) w 2010 r. będzie wyższy o 0,7 pkt. proc. niż w 2009 r. i wyniesie ok. 7,9% PKB. Choć można oczekiwać, że zmiany systemowe (w tym podwyżka VAT) oraz ożywienie gospodarcze będą oddziaływać w kierunku obniżenia relacji deficytu do PKB w 2011 r., to nadal relacja ta pozostanie na bardzo wysokim poziomie. Szczegółowe omówienie rozwoju sytuacji sektora finansów publicznych w 2011 r. jest przedstawione w Opinii Rady Polityki Pieniężnej do projektu *Ustawy budżetowej na rok 2011*.

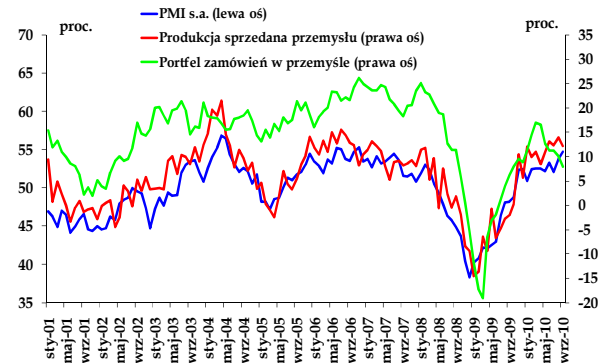
2.2.4. Eksport i import²⁴

W II kw. 2010 r. wobec dalszej poprawy aktywności gospodarczej zarówno w Polsce, jak i w krajach będących jej najważniejszymi partnerami handlowymi, utrzymały się pozytywne tendencje w polskim handlu zagranicznym (Wykres 2.18).

W II kw. 2010 r. wartość polskiego eksportu (w EUR) zwiększyła się o 10,2% kw/kw i o 27,5% r/r po uwzględnieniu czynników sezonowych (wobec wzrostu odpowiednio o 3,4% kw/kw i 13,1% r/r w I kw. 2010 r.). Wzrost ten był związany przede wszystkim z ożywieniem globalnego popytu, które wpłynęło na intensyfikację handlu korporacyjnego, na co

Wykres 2.21

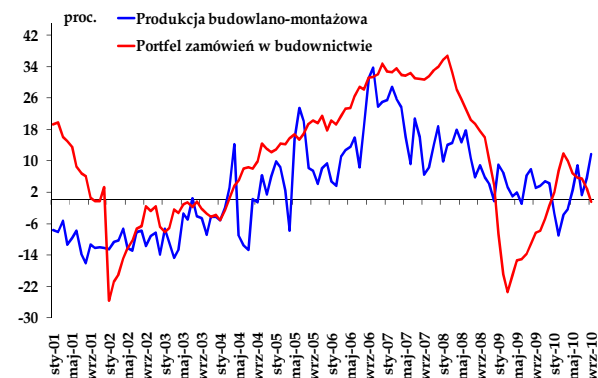
Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle.



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

Wykres 2.22

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



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

Wykres 2.23

Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.



Źródło: Badania koniunktury GUS.

²¹ Na mocy ustawy z 3 grudnia 2009 r. o zmianie ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz.U. z 2009 r., nr 218, poz. 1690).

²² Z planu finansowego FUS zawartego we wstępnym projekcie *Ustawy budżetowej na rok 2011* wynika, że zobowiązania funduszu z tytułu pożyczek z budżetu państwa wyniosą na koniec 2010 r. ok. 10,9 mld zł wobec 5,5 mld zł na koniec 2009 r.

²³ Procedura nadmiernego deficytu (ang. *Excessive Deficit Procedure*).

²⁴ Informacje o wartości polskiego eksportu i importu odnoszą się do danych GUS (w EUR) po usunięciu czynników sezonowych.

może wskazywać silny wzrost eksportu do Niemiec i krajów Europy Środkowo-Wschodniej²⁵.

Przyspieszenie polskiego eksportu, charakteryzującego się relatywnie wysoką importochłonnością, sprzyjało wzrostowi importu. Jednocześnie do obniżenia dynamiki importu przyczyniło się wyhamowanie zakupu dóbr inwestycyjnych za granicą. Wartość polskiego importu (w EUR) zwiększyła się w II kw. 2010 r. o 5,9% kw/kw i 25,5% r/r po odsezonowaniu (wobec wzrostu odpowiednio o 8,2% kw/kw i 11,6% r/r w I kw. 2010 r.).

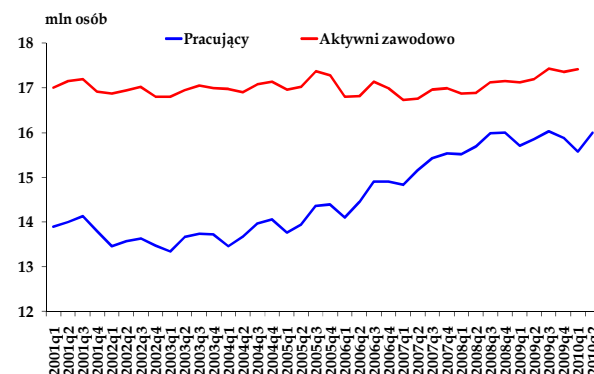
Zahamowanie aprecjacji nominalnego kursu złotego w II i III kw. 2010 r. (Wykres 2.19) sprzyjało utrzymaniu konkurencyjności cenowej eksportu. Potwierdzają to badania koniunktury NBP wskazujące, że kurs rzeczywisty jest nadal słabszy od średniego kursu granicznego opłacalności eksportu deklarowanego przez przedsiębiorstwa (Wykres 2.20).

2.2.5. Produkcja

Dane dotyczące produkcji sprzedanej przemysłu w okresie styczeń - wrzesień 2010 r. wskazują na utrzymującą się wysoką aktywność w tym sektorze (Wykres 2.21). Na możliwość spowolnienia ożywienia w przemyśle może jednak wskazywać malejące od kwietnia br. tempo wzrostu portfela zamówień. Produkcja budowlano-montażowa, po silnym spadku na początku 2010 r. (związany w dużym stopniu z czynnikami pogodowymi), w kolejnych miesiącach stopniowo rosła. Jednakże również w budownictwie od kwietnia br. obserwuje się osłabienie dynamiki portfela zamówień (Wykres 2.22), która we wrześniu br. była bliska zera. Na możliwość wyhamowania dynamiki produkcji mogą wskazywać także ogólne wskaźniki koniunktury GUS, które po silnym wzroście w I kw. 2010 r. nieznacznie się pogarszały w kolejnych dwóch kwartałach (Wykres 2.23).

Wykres 2.24

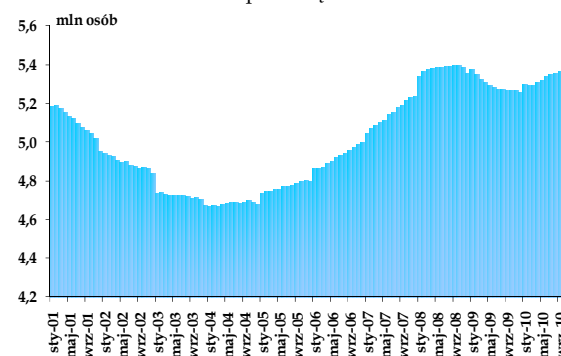
Pracujący w gospodarce oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.25

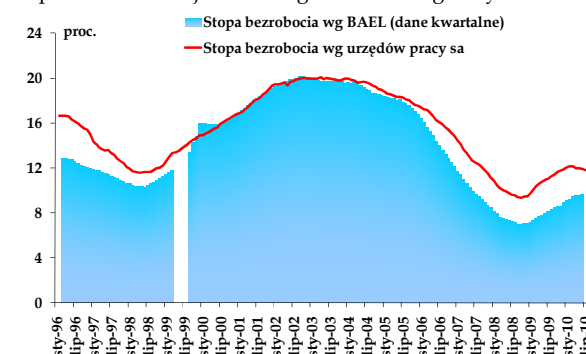
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.26

Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL.



Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

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

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

²⁵ W II kw. 2010 r. eksport do Niemiec wzrósł o 0,8 mld EUR (tj. o 12,4% kw/kw), a do krajów Europy Środkowo-Wschodniej - o 0,4 mld EUR (tj. o 10,3% kw/kw), co w sumie stanowiło prawie połowę przyrostu wartości polskiego eksportu w tym okresie (dane po usunięciu czynników sezonowych).

2.3. Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy stopniowo się poprawia. W II kw. 2010 r. liczba pracujących według BAEL, po dwóch kwartałach obniżania się, wzrosła o 0,9% r/r (wobec spadku o 0,9% r/r w I kw. br., Wykres 2.24). Na wzrost liczby pracujących złożyło się głównie zahamowanie spadku (w ujęciu rocznym) liczby pracujących w przemyśle oraz wzrost liczby pracujących w sektorze usług. W okresie maj - wrzesień br. nadal rosło także zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (Wykres 2.25)²⁶.

W II kw. 2010 r. nadal zwiększała się także liczba osób aktywnych zawodowo według BAEL (o 2,8% r/r wobec 1,7% w poprzednim kwartale, Wykres 2.24). Wzrost dynamiki liczby aktywnych zawodowo wynikał głównie ze wzrostu współczynnika aktywności zawodowej osób młodych (tj. 15-24 lat) i osób w wieku przedemerytalnym (tj. 45-59/64 lat), co mogło się wiązać ze zniesieniem obowiązkowego poboru do wojska i likwidacją (począwszy od 2009 r.) możliwości przechodzenia na wcześniejsze emerytury. Jednocześnie wzrosła też aktywność zawodowa w pozostałych grupach wiekowych.

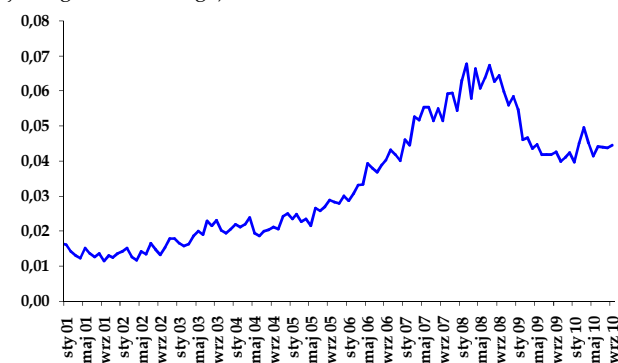
W II kw. br. stopa bezrobocia według BAEL skorygowana o czynniki sezonowe ustabilizowała się na poziomie 9,7%. Natomiast stopa bezrobocia rejestrowanego po skorygowaniu o czynniki sezonowe we wrześniu br. wyniosła 11,9%, kształtując się na poziomie bliskim tego z maja br. (tj. 12,0%; Wykres 2.26).

Ustabilizowała się liczba ofert pracy zgłaszanych do urzędów pracy skorygowana o czynniki sezonowe. W rezultacie także relacja liczby wakatów do liczby bezrobotnych była relatywnie stabilna (Wykres 2.27).

Wyniki badań koniunktury NBP²⁷ wskazują, że po ponad roku rosnącego optymizmu formułowane przez przedsiębiorców prognozy zatrudnienia na IV kw. 2010 r. nie uległy

Wykres 2.27

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

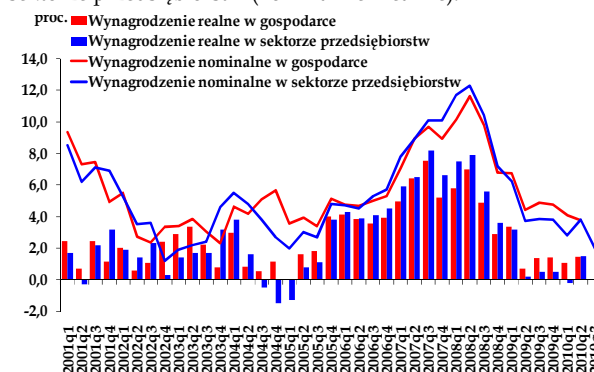


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.28

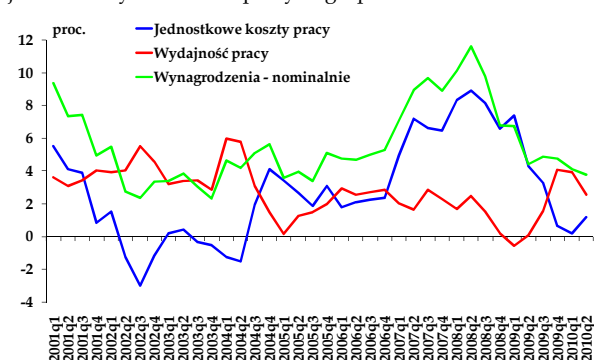
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.29

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁶ Przeciętne miesięczne przyrosty zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw są obecnie wyższe niż w latach 2005 i 2008 a niższe niż w okresie 2006-2007.

²⁷ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2010, NBP.

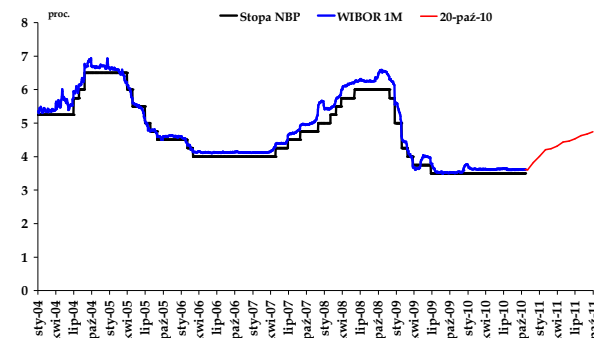
poprawie, choć nadal kształtują się powyżej długookresowej średniej. Wobec poprzedniego kwartału wskaźnik prognoz zatrudnienia obniżył się nieznacznie (o 0,3 pkt. proc. po korekcie sezonowej), co wynikało ze spadku udziału przedsiębiorstw prognozujących wzrost zatrudnienia.

Poprawie sytuacji na rynku pracy towarzyszyło utrzymanie umiarkowanej dynamiki nominalnych wynagrodzeń w gospodarce. Nominalne wynagrodzenia wzrosły w II kw. br. o 3,8% r/r (wobec 4,1% r/r w I kw. br.), natomiast realne o 1,4% r/r (wobec 1,1% r/r w I kw. br.; Wykres 2.28). W sektorze przedsiębiorstw dynamika wynagrodzeń nominalnych wzrosła w II kw. br. do 3,8% r/r (z 2,8% r/r w I kw. br.), a realnych do 1,5% r/r (wobec -0,2% r/r w poprzednim kwartale). Natomiast w III kw. br. dynamika wynagrodzeń nominalnych w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się do 2,0%, co przyczyniło się do ich realnego spadku w tym okresie.

Wzrost wydajności pracy w gospodarce w II kw. 2010 r. obniżył się do 2,5% r/r (wobec 3,9% r/r w I kw. br.), co było w dużej mierze efektem wzrostu zatrudnienia, negatywnie wpływającego na dynamikę wydajności pracy w krótkim okresie. Mimo jednoczesnego obniżenia się dynamiki płac, doprowadziło to do wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (do 1,2% r/r w II kw. 2010 r. wobec 0,2% r/r w poprzednim kwartale; Wykres 2.29). Natomiast w przemyśle od sierpnia ub.r. utrzymuje się spadek jednostkowych kosztów pracy (-8,3% r/r w II kw. 2010 r. wobec -8,9% r/r w I kw. br.), który odzwierciedla szybki wzrost wydajności pracy w tym sektorze typowy dla fazy ożywienia gospodarczego.

Wykres 2.30

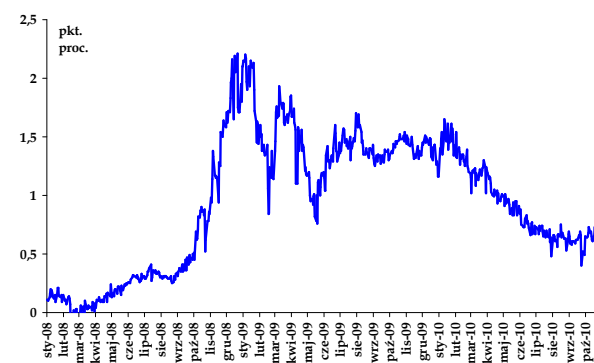
Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.31

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

Wykres 2.32

Rentowność polskich obligacji skarbowych.



Źródło: Dane Reuters.

2.4. Rynki finansowe

2.4.1. Ceny aktywów finansowych i stopy procentowe

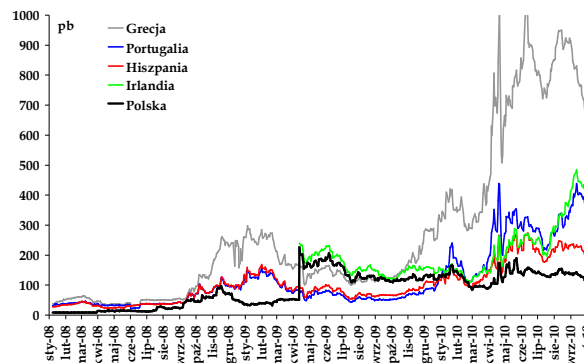
Od publikacji poprzedniego *Raportu* stopy procentowe NBP pozostały na niezmienionym poziomie (Wykres 2.30). Jednomiesięczna i trzymiesięczna stopa procentowa na rynku międzybankowym oraz spread między oprocentowaniem depozytów na rynku międzybankowym a stawką OIS (Wykres 2.31) również były stabilne.

Zgodnie z wynikami ankiety agencji Reutera z 11 października br. ok. 2/3 analityków bankowych²⁸ oczekiwało podwyżki stopy referencyjnej do końca 2010 r. Kontrakty FRA wskazują, że oczekiwana stopa WIBOR 1M będzie się kształtować pod koniec br. na poziomie 3,75-4,00%, natomiast w połowie 2011 r. - na poziomie 4,50%.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* zmniejszyły się różnice między rentownościami polskich obligacji długoterminowych i krótkoterminowych (Wykres 2.32). Wynikało to z wyraźnego spadku rentowności obligacji 10- i 5-letnich przy nieznacznych zmianach rentowności obligacji 2-letnich. Spadek rentowności polskich obligacji o dłuższym terminie zapadalności wynikał z publikacji korzystnych danych dotyczących polskiej gospodarki i w związku z tym utrzymującej się relatywnie korzystnej oceny przez uczestników rynku perspektyw fiskalnych w Polsce. Ocena ta jest odzwierciedlona w niższych stawkach CDS dla obligacji polskich niż dla obligacji krajów peryferyjnych strefy euro (Wykres 2.33) oraz w niższej niż w przypadku niektórych z tych krajów wartości spreadu względem rentowności obligacji niemieckich²⁹. Rentowności obligacji 2-letnich były bardziej stabilne, gdyż w większym stopniu znajdowały się pod wpływem oczekiwań dotyczących wysokości

Wykres 2.33

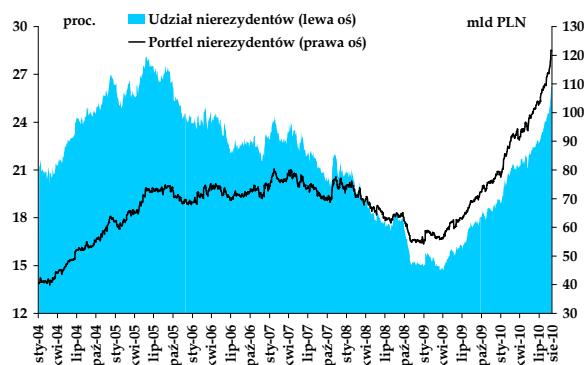
Stawki CDS dla obligacji polskich na tle krajów peryferyjnych strefy euro.



Źródło: Dane Reuters.

Wykres 2.34

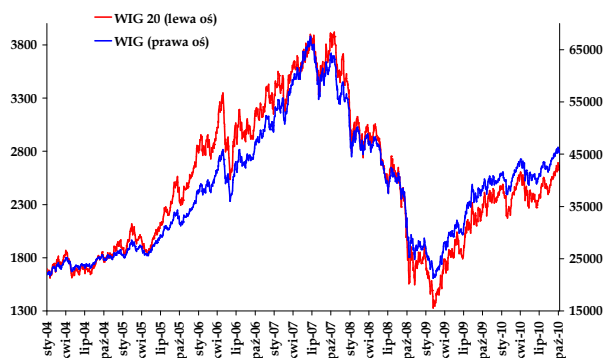
Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych.



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.35

Wartości indeksów WIG i WIG 20.



Źródło: Dane Reuters.

²⁸ 50% analityków oczekiwało podwyżki stopy referencyjnej do poziomu 3,75%, 19% - do poziomu 4,00%, natomiast pozostali spodziewali się, iż pozostanie ona niezmieniona.

²⁹ W dn. 1-20 października rentowności 10-letnich obligacji polskich były przeciętnie o 312 punktów bazowych wyższe od rentowności obligacji niemieckich o tym samym okresie zapadalności, natomiast rentowności obligacji greckich, irlandzkich i portugalskich były wyższe odpowiednio o 747, 390 i 367 punktów bazowych. W przypadku obligacji węgierskich i czeskich spread ten wyniósł odpowiednio 446 i 110 punktów bazowych.

krótkoterminowych stóp procentowych. W ostatnim okresie nastąpił też dalszy wzrost zaangażowania nierezydentów na krajowym rynku długu (Wykres 2.34).

We wrześniu br. rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht, wyniosła 5,9%, kształtując się poniżej szacowanej wartości referencyjnej dla tego kryterium (6,0%).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny akcji na GPW w Warszawie wzrosły (Wykres 2.35) przy stabilnym zaangażowaniu nierezydentów (Wykres 2.36).

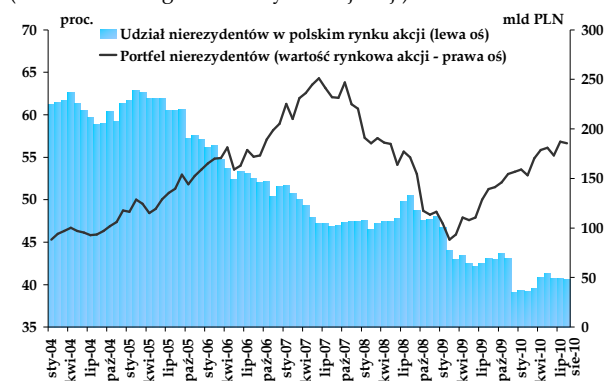
2.4.2. Ceny mieszkań

W II kw. br. sytuacja na rynku mieszkaniowym w największych miastach Polski nie uległa istotnej zmianie³⁰. Ofertowe ceny mieszkań na rynku pierwotnym i wtórnym nieznacznie się obniżyły, natomiast ceny transakcyjne na obu tych rynkach pozostały stabilne (Wykres 2.37).

W okresie I-III kw. 2010 r. oddano do użytkowania o ok. 15% mniej mieszkań niż w analogicznym okresie 2009 r. Marże w sektorze budownictwa mieszkaniowego jednak nadal są wysokie, co zachęca deweloperów do rozpoczynania nowych inwestycji. W okresie I-III kw. br. liczba rozpoczętych budów była wyraźnie wyższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, co powinno przełożyć się na wzrost liczby mieszkań oddanych do użytku w nadchodzących kwartałach (Wykres 2.38).

Wykres 2.36

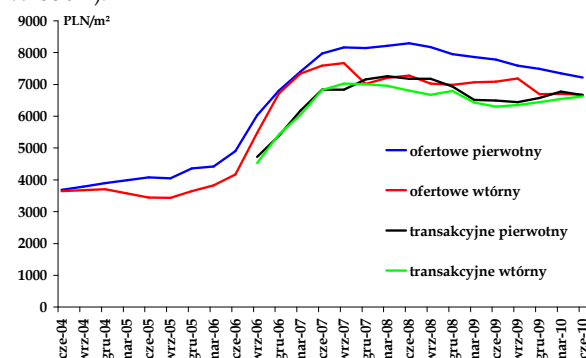
Zaangażowanie nierezydentów na polskim rynku akcji (ustalone według wartości rynkowej akcji).



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.37

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

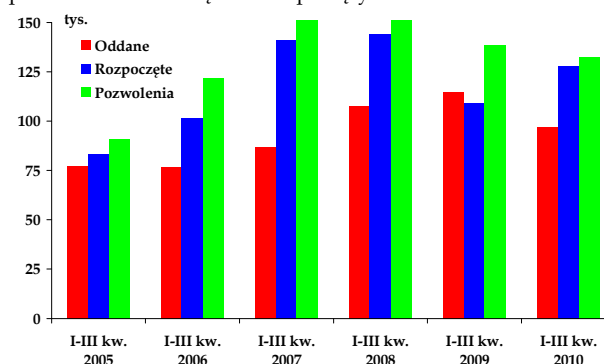


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych transakcyjnych z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

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

Wykres 2.38

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



Źródło: Dane GUS.

³⁰ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacjach NBP, pt. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w pierwszym półroczu 2010 r.* oraz *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2002-2009*, dostępnych na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl).

2.4.3. Kurs walutowy

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nominalny kurs złotego umocnił się o 14% wobec dolara oraz o 4% wobec euro i wobec franka szwajcarskiego (Wykres 2.39).

Złoty umacniał się wobec wszystkich trzech walut do połowy sierpnia br., po czym zaczął osłabiać się względem dolara i franka szwajcarskiego oraz stabilizować się względem euro. Deprecjacja złotego trwała do pierwszych dni września br. i była wynikiem pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych na skutek wzrostu obaw o spowolnienie ożywienia w Stanach Zjednoczonych po publikacji negatywnych danych makroekonomicznych dotyczących tej gospodarki.

We wrześniu br. nastąpiła poprawa nastrojów na globalnych rynkach finansowych, co sprzyjało ponownej aprecjacji większości walut krajów Europy Środkowej i Wschodniej, w tym złotego. W październiku br. kurs złotego nie wykazywał wyraźnego trendu wzrostowego lub spadkowego.

2.5. Kredyt i pieniądź³¹

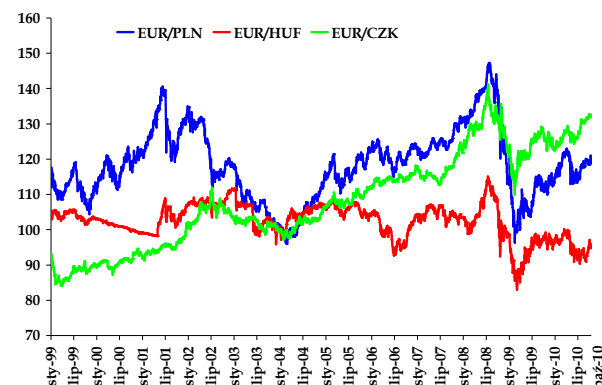
2.5.1. Kredyty

Po spadku w pierwszych pięciu miesiącach 2010 r., stan kredytów dla przedsiębiorstw zwiększył się w okresie czerwiec - sierpień o 0,9 mld zł (Wykres 2.40). W ujęciu rocznym kredyty dla przedsiębiorstw nadal się obniżały, choć skala ich spadku w ostatnich miesiącach uległa ograniczeniu.

Z badań ankietowych przedsiębiorstw³² wynika, że odsetek firm ubiegających się o kredyt utrzymywał się na relatywnie niskim poziomie (dane wyrównane sezonowo; Wykres 2.41), natomiast zwiększył się udział zaakceptowanych przez banki wniosków o

Wykres 2.39

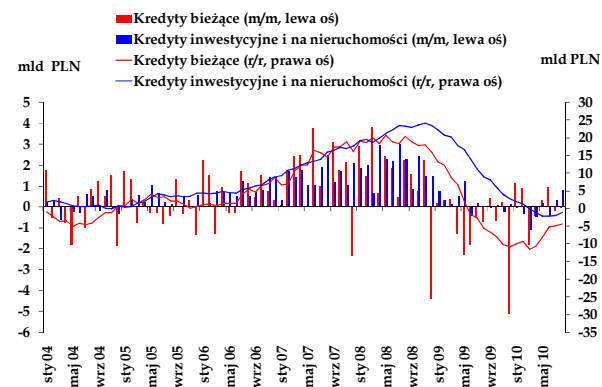
Nominalne kursy walut Czech, Polski i Węgier względem euro (styczeń 2004 = 100, wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

Wykres 2.40

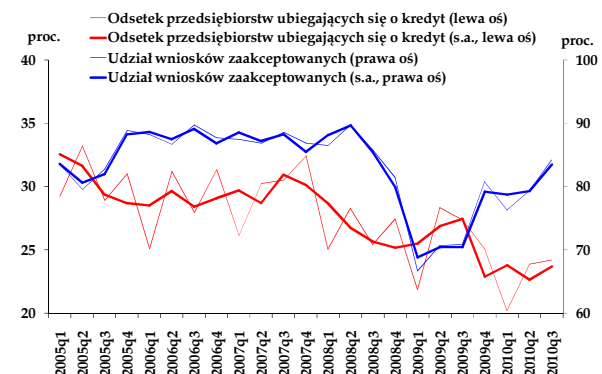
Kredyty dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.41

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



Źródło: Dane NBP.

³¹ Prezentowane w tym rozdziale dane odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

³² Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2010 r. oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2010 r., NBP.

kredyt. Na nieznaczny wzrost popytu przedsiębiorstw na kredyt w II kw. 2010 r. wskazują wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych banków³³.

Utrzymuje się ożywienie na rynku kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, których stan w okresie czerwiec - sierpień 2010 r. zwiększył się o 8,9 mld zł (Wykres 2.42).

Wyniki badań ankietowych banków wskazują, że w kierunku wzrostu kredytów mieszkaniowych w II kw. 2010 r. oddziaływał odnotowany przez znaczną część banków wzrost popytu gospodarstw domowych na te kredyty. Jednocześnie nastąpiło pewne złagodzenie polityki kredytowej banków w tym segmencie rynku, tj. obniżenie przez większość banków marż, a także nieznaczne złagodzenie niektórych kryteriów udzielania kredytów.

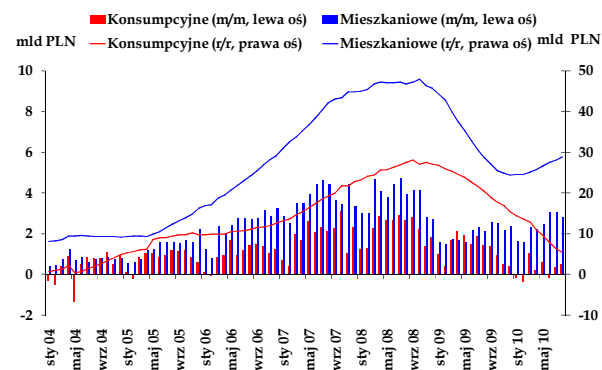
Nadal większość (w lipcu br. 64,7%) nowych kredytów mieszkaniowych była udzielana w złotych, jednak od początku br. systematycznie rośnie udział kredytów denominowanych w walutach obcych (Wykres 2.44), przede wszystkim w euro. Do wzrostu udziału kredytów walutowych może przyczyniać się perspektywa wprowadzenia zmian regulacyjnych, które prawdopodobnie spowodują spadek dostępności tych kredytów dla gospodarstw domowych.

W okresie czerwiec - sierpień zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych zwiększyło się jedynie o 0,7 mld zł. Przyrost kredytów konsumpcyjnych był nadal znacznie mniejszy niż w latach 2008-2009 (Wykres 2.42), co znalazło odzwierciedlenie w dalszym spadku rocznej dynamiki tej kategorii kredytów.

W II kw. 2010 r. po raz kolejny doszło do zaostrzenia kryteriów udzielania kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, natomiast warunki udzielania tych kredytów nie uległy zmianie w przypadku większości ankietowanych banków³⁴ (Wykres 2.43). W ujęciu netto doszło do niewielkiego złagodzenia warunków udzielania kredytów konsumpcyj-

Wykres 2.42

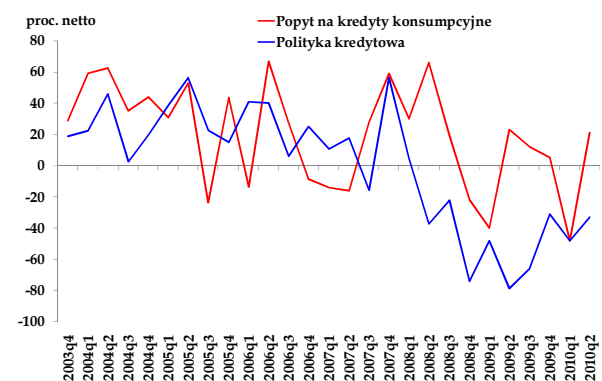
Kredyty dla gospodarstw domowych.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.43

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

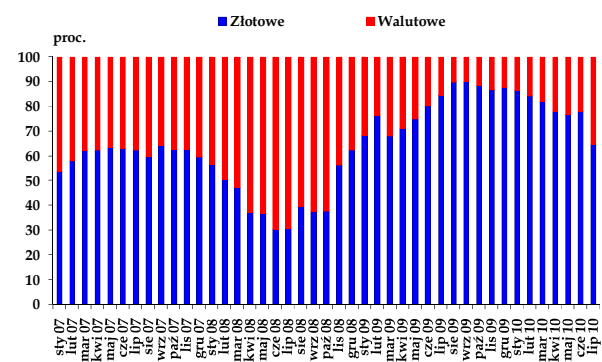


Źródło: Dane NBP.

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

Wykres 2.44

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%.

³³ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, III kw. 2010 r., NBP.

³⁴ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, III kw. 2010 r., NBP.

nych w zakresie maksymalnego okresu kredytowania, maksymalnej kwoty kredytu i wymaganych zabezpieczeń (procent netto odpowiednio: 8%, 5% i 4%). Podstawową przyczyną zaostrzenia polityki kredytowej przez banki pozostaje pogorszenie jakości portfela kredytów.

W okresie czerwiec - sierpień przeciętne oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw nieznacznie wzrosło (Wykres 2.46). W dalszym ciągu obniżało się natomiast oprocentowanie nowych kredytów złotych na cele mieszkaniowe dla gospodarstw domowych, osiągając w sierpniu poziom 6,4%, najniższy od sierpnia 2007 r. Przy względnie stabilnym poziomie stawek WIBOR 3M, spadek oprocentowania tej kategorii kredytów sugeruje złagodzenie warunków przyznawania kredytów mieszkaniowych w zakresie pobieranych przez banki marż. W okresie czerwiec - sierpień 2010 r. obniżyło się także oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych, co może odzwierciedlać pewne złagodzenie warunków przyznawania kredytów przez banki.

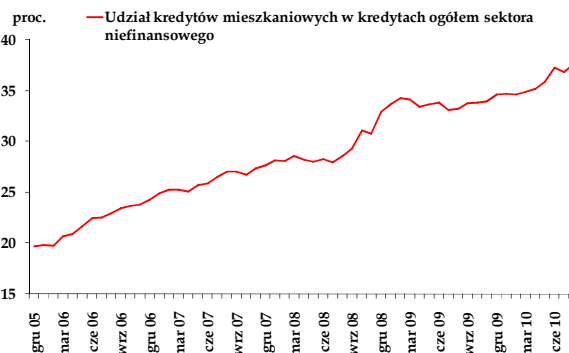
2.5.2. Depozyty i agregaty monetarne

W okresie czerwiec - sierpień 2010 r. stan depozytów bankowych przedsiębiorstw zwiększył się o 2,7 mld zł (Wykres 2.46), przy nieznacznym obniżeniu ich rocznego tempa wzrostu w stosunku do maja br. (do 15,2%). Sytuacja płynnościowa sektora przedsiębiorstw w III kw. br. była relatywnie dobra. Wśród przedsiębiorstw ankietowanych przez NBP w ramach badań koniunktury 70,7% podmiotów deklarowało brak problemów z płynnością³⁵, co odpowiada średniej z lat 2004-2010.

Stan depozytów gospodarstw domowych zwiększył się w okresie czerwiec - sierpień br. o 9,5 mld zł, a ich roczna dynamika ustabilizowała się na poziomie ok. 9-10% (Wykres 2.47). W okresie czerwiec - lipiec br. wartość aktywów funduszy inwestycyjnych wzrosła o 1,8 mld zł (tj. o 2,1%), z czego tylko

Wykres 2.45

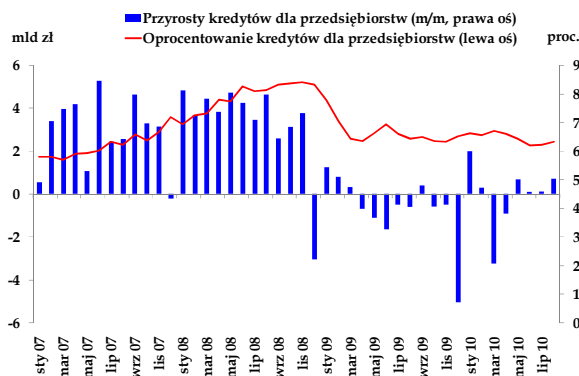
Udział kredytów mieszkaniowych w kredytach ogółem.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.46

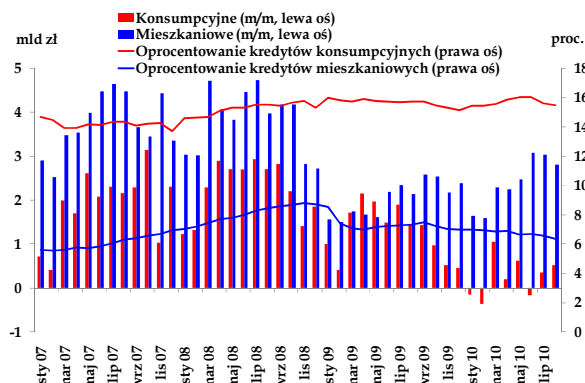
Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.47

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



Źródło: Dane NBP.

³⁵ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2010 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2010 r., NBP.

0,2 mld zł stanowiły wpłaty netto nowych środków. Wartość akcji giełdowych w posiadaniu sektora gospodarstw domowych zwiększyła się w tym okresie o 1,5 mld zł (tj. o 3,7%).

Od listopada 2009 r. roczne tempo wzrostu pieniądza M3 utrzymywało się na poziomie 7-8% ³⁶ (Wykres 2.49). Szybciej od szerokiego pieniądza rosły jego płynne składniki zaliczane do agregatu M1, którego roczna dynamika w okresie czerwiec - sierpień br. oscylowała wokół poziomu 13%. Po ośmiu miesiącach spadku, w czerwcu br. roczna dynamika gotówki w obiegu ponownie stała się dodatnia i stopniowo rosła do 2% na koniec sierpnia br.

2.6. Bilans płatniczy

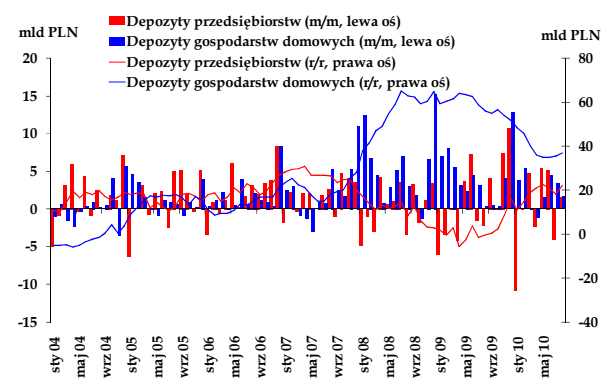
Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego w II kw. 2010 r. wyniósł 1,5 mld EUR (wobec 1,1 mld EUR w I kw. 2010 r.). Do wzrostu deficytu obrotów bieżących w porównaniu z I kw. 2010 r. przyczynił się głównie wzrost deficytu dochodów. W przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost nadwyżki usług (Wykres 2.50). W lipcu i sierpniu 2010 r. deficyt bieżący bilansu płatniczego wyniósł odpowiednio 1,5 i 1,1 mld EUR.

W II kw. 2010 r. miał miejsce dalszy napływ netto kapitału zagranicznego do Polski, choć jego skala była mniejsza niż w poprzednim kwartale. Nadwyżka na rachunku finansowym wyniosła 5,7 mld EUR (wobec 9,3 mld EUR w I kw. 2010 r.), na co złożył się przede wszystkim dalszy napływ netto inwestycji portfelowych w wysokości 4,1 mld EUR. W lipcu i sierpniu 2010 r. na rachunek finansowy bilansu płatniczego Polski napłynęło 7,8 mld EUR, również w przeważającej części w postaci inwestycji portfelowych (5,6 mld EUR).

Inwestorzy zagraniczni inwestowali w II kw. 2010 r. głównie w obligacje Skarbu Państwa wyemitowane na rynek krajowy. W lipcu i sierpniu 2010 r. nadal rosło zaangażowanie inwestorów zagranicznych na tym rynku - zakupili oni obligacje Skarbu Państwa o

Wykres 2.48

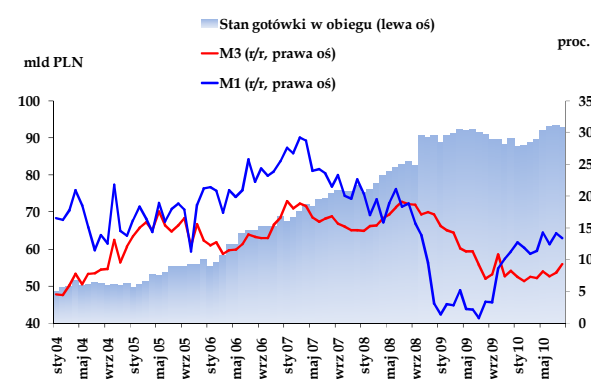
Depozyty bankowe gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.49

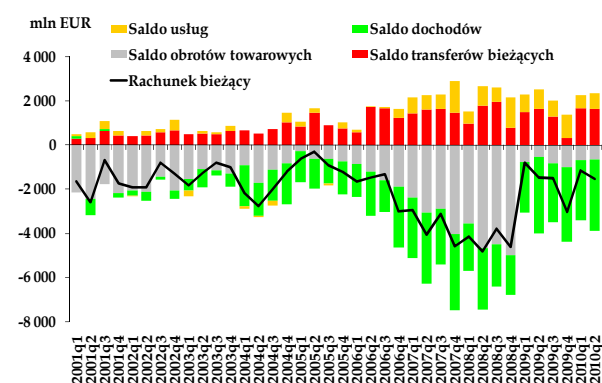
Stan gotówki w obiegu oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.50

Saldo obrotów bieżących (mld EUR).



Źródło: Dane NBP.

³⁶ Wzrost rocznej dynamiki agregatu M3 w sierpniu 2010 r. do 9,3% r/r był głównie efektem niskiej bazy odniesienia: wartość szerokiego pieniądza wzrosła o 5,9 mld zł, podczas gdy w sierpniu 2009 r. odnotowano spadek wartości tej pozycji o 3,0 mld zł.

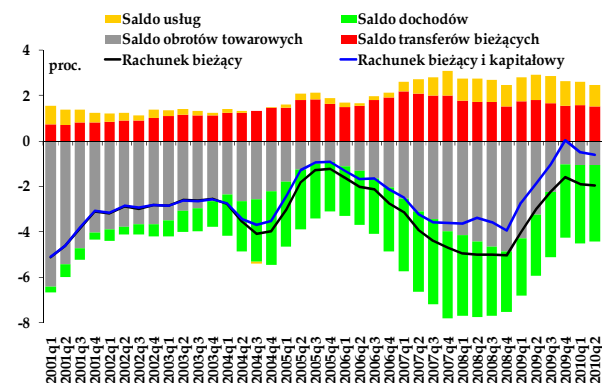
wartości 5,4 mld zł. Wzrosła także wartość depozytów złożonych przez nierezydentów w polskich bankach. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie obniżyły się natomiast do 0,4 mld EUR (wobec 3,8 mld EUR w I kw. 2010 r.).

W II kw. 2010 r. zadłużenie zagraniczne Polski wyrażone w EUR obniżyło się w porównaniu z I kw. br. o 2,1 mld EUR do 200,7 mld EUR. Jednak ze względu na obserwowaną w II kw. br. deprecjację kursu złotego wyrażona w złotych wartość tego zadłużenia wzrosła o 48,7 mld PLN do 831,9 mld PLN.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kolejnych kwartałów) obniżył się do 2,1% PKB w II kw. 2010 r. (wobec 2,2% w I kw. 2010 r.), natomiast na rachunku bieżącym i kapitałowym na koniec II kw. br. odnotowano łączny deficyt wynoszący ok. 0,8% PKB (podobnie jak w I kw. br.; Wykres 2.51). Deficyt obrotów bieżących w II kw. 2010 r. został w 98% sfinansowany napływem kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich.

Wykres 2.51

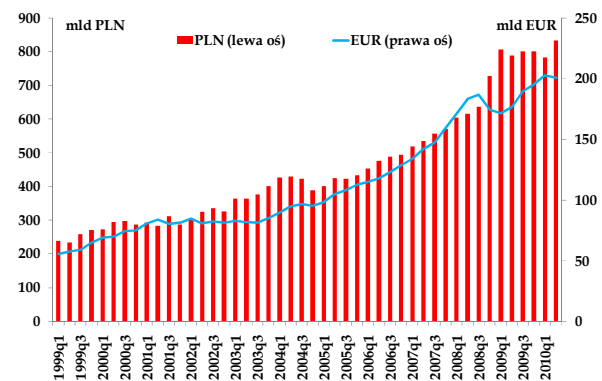
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB (dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.52

Zadłużenie zagraniczne w EUR i PLN.



Źródło: Dane NBP.

Rozdział 3

Polityka pieniężna w okresie czerwiec - październik 2010 r.

Na posiedzeniach w czerwcu, sierpniu, wrześniu i październiku 2010 r. 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%, stopa dyskontowa weksli 4,00% w skali rocznej. Ponadto na posiedzeniu w październiku Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. z 3,0% do 3,5%. Decyzja ta ma zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od 31 grudnia 2010 r.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. minutes) w czerwcu, sierpniu i wrześniu 2010 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w październiku br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 30 czerwca 2010 r.

Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała przede wszystkim na temat perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w polskiej gospodarce, sytuacji gospodarczej w gospodarce światowej, ze szczególnym uwzględnieniem strefy euro, oraz stanu sektora finansów publicznych.

Omawiając sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki, podkreślano, że ostatnie dane wskazują na stabilizację wzrostu gospodarczego. Część członków Rady wskazywała, że struktura wzrostu gospodarczego w I kw. br., w tym duży udział przyrostu zapasów, może sygnalizować niższą dynamikę PKB w najbliższym okresie. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że niekorzystnie na PKB w II kw. br. mogła wpłynąć powódź.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, część członków Rady wyrażała opinię, że jego znaczące przyspieszenie jest obecnie mało prawdopodobne. Podkreślali oni, że czynnikiem ograniczającym wzrost PKB w Polsce będzie niska aktywność gospodarcza w strefie euro. Zwracano w szczególności uwagę na zagrożenia dla perspektyw niemieckiego eksportu, a konsekwencji także polskiego, wynikające z narastania nierównowagi makroekonomicznej w Chinach, związanego z szybkim wzrostem gospodarczym w tym kraju. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na konieczność innego spojrzenia na zależność między wzrostem gospodarczym w Europie Zachodniej a dynamiką polskiego eksportu do tego regionu. Podkreślali oni, że trzeba zaakceptować nowe realia, iż Europa Zachodnia będzie rosła w najbliższych latach w tempie

1-1,5% rocznie, co nie powinno jednak przeszkodzić corocznemu wzrostowi polskiego eksportu o 6-10%. Jednocześnie zwracali oni uwagę, że od 2004 r. do rozpoczęcia kryzysu polski eksport rósł w tempie 14-23% rocznie, mimo że wzrost PKB w Europie Zachodniej wynosił wtedy zaledwie 2-2,5% rocznie.

Część członków Rady podkreślała, że większym zagrożeniem dla krajowego wzrostu gospodarczego niż brak wyraźnego ożywienia aktywności w strefie euro, mogłoby być nasilenie się zaburzeń na rynkach finansowych w związku z nierównowagą fiskalną w części krajów Europy Zachodniej oraz ewentualnymi problemami instytucji finansowych z krajów europejskich. Jednakże, zwracano uwagę, że w kierunku wzrostu dynamiki PKB w Polsce będzie oddziaływać dotychczasowa deprecjacja kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na możliwość szybszej niż się obecnie oczekuje odbudowy popytu krajowego, czemu może sprzyjać dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Dyskutując na temat inwestycji przedsiębiorstw, wskazywano, że są one obecnie ograniczane przez niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, stosunkowo niskie tempo wzrostu popytu oraz dużą niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i zmian w finansach publicznych. Zdaniem części członków Rady inwestycje przedsiębiorstw mogą się zatem kształtować na niskim poziomie także w najbliższych latach. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost inwestycji przedsiębiorstw w reakcji na ożywienie popytu może być równie szybki, jak ich spadek w okresie kryzysu. W opinii tych członków Rady szybkiemu ożywieniu inwestycji przedsiębiorstw może sprzyjać ich bardzo dobra sytuacja finansowa, w tym sytuacja płynnościowa.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ograniczenie akcji kredytowej będzie miało niekorzystny wpływ na kształtowanie się inwestycji, w szczególności inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw, których sytuacja finansowa nie jest tak dobra jak sytuacja dużych przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że prawie 2/3 przedsiębiorstw w Polsce nie korzysta z kredytu bankowego w finansowaniu inwestycji, w związku z tym polityka kredytowa banków nie będzie znacząco ograniczać działalności inwestycyjnej tych podmiotów. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że niska obecnie dynamika kredytów dla przedsiębiorstw jest wynikiem niskiego popytu na kredyt, co jest związane z niską aktywnością inwestycyjną i jest charakterystyczne dla wczesnej fazy ożywienia.

Analizując wyniki czerwcowej projekcji PKB z modelu NECMOD, część członków Rady oceniała, że zakładane w projekcji silne przyspieszenie inwestycji publicznych i absorpcji funduszy unijnych w okresie poprzedzającym mistrzostwa Euro 2012 jest mało prawdopodobne. Ze względu na to oraz ze względu na niższą dynamikę wzrostu gospodarczego za granicą, zdaniem tych członków Rady, w 2011 r. można oczekiwać niższej niż w projekcji dynamiki inwestycji i PKB.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych w Polsce, część członków Rady uznała, że obecna faza ożywienia wzrostu gospodarczego ma charakter bezinflacyjny. Zwracano uwagę, że do utrzymania niskiej inflacji w najbliższym okresie przyczyniać się będą ujemna luka popytowa oraz niska dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. Jednocześnie część członków Rady oceniała, że w kierunku wzrostu inflacji oddziaływać będzie dotychczasowa deprecjacja kursu złotego. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że wpływ osłabienia kursu złotego na inflację w Polsce może być ograniczany przez duży udział w imporcie handlu wewnątrz-korporacyjnego.

Dyskutując na temat perspektyw kształtowania się inflacji w Polsce, część członków Rady oceniała, że ze względu na utrzymujący się niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych i wysokie bezrobocie, przyspieszenie wzrostu gospodarczego nie zagraża stabilizacji inflacji na poziomie celu inflacyjnego NBP. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że nawet

umiarkowane przyspieszenie wzrostu PKB może prowadzić do wzrostu presji popytowej. W wyniku światowego kryzysu gospodarczego prawdopodobnie obniżyło się bowiem tempo wzrostu produktu potencjalnego w Polsce. Członkowie ci podkreślali, że zarówno czerwcową projekcja z modelu NECMOD, jak i inne prognozy sporządzane w NBP wskazują na wzrost inflacji powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Zwracali oni uwagę, że zgodnie z wynikami czerwcowej projekcji prawdopodobieństwo tego, że inflacja ukształtuje się powyżej celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej jest dwa razy wyższe niż prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego. Argumentowali oni, że inflacja CPI może kształtować się na wyższym poziomie niż wynikałoby to z centralnej ścieżki projekcji. Złożyć się na to może zarówno szybszy niż w projekcji wzrost cen żywności i energii, jak i wcześniejsze niż wynikałoby z niej nasilenie się presji płacowej w polskiej gospodarce. Wyrażali oni pogląd, że na możliwość szybszego wzrostu cen żywności i energii w horyzoncie najbliższych dwunastu miesięcy niż wynika to z projekcji wskazują prognozy krótkookresowe sporządzane w NBP. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, także w dłuższym horyzoncie ceny surowców energetycznych na świecie, a w konsekwencji ceny energii w Polsce, mogą rosnąć szybciej niż oczekuje się w projekcji.

Odnosząc się do wyników czerwcowej projekcji dotyczących kształtowania się wynagrodzeń w gospodarce, część członków Rady wskazywała, że relatywnie niska dynamika płac w kolejnych kwartałach wynika z założenia o niepełnym dostosowaniu zatrudnienia do spadku popytu w okresie spowolnienia gospodarczego (tzw. chomikowanie pracy). Jednocześnie zwracali oni uwagę, że owo „chomikowanie pracy” można przypisać rosnącej specjalizacji przedsiębiorstw skutkującej wzrostem kosztów związanych z rotacją pracowników oraz spadkowi zasobu wykwalifikowanej siły roboczej w wyniku emigracji. Przy takich źródłach tego zjawiska, zdaniem tych członków Rady, może być ono czynnikiem wzmacniającym, inaczej niż w poprzednim okresie wychodzenia ze spowolnienia, presję płacową. Członkowie ci podkreślali, że wyższą niż w projekcji dynamikę wynagrodzeń w gospodarce w nadchodzących kwartałach mogą sygnalizować: przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw na początku II kw. br., wysoka dynamika płac w sektorze publicznym w I kw. br. oraz relatywnie wysoki poziom liczby ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego.

Zdaniem tych członków Rady do szybszego wzrostu wynagrodzeń może przyczynić się także dobra sytuacja finansowa firm, w tym przedsiębiorstw z sektora publicznego, która może zmniejszyć ich odporność na żądania płacowe pracowników. Podobnie mogą działać, z jednej strony, zmiany w regulacjach dotyczących określania płac w sektorze publicznym, zwiększające swobodę ich kształtowania, a z drugiej zaś planowana na koniec 2010 r. podwyżka płacy minimalnej. Członkowie ci oceniali, że obserwowana ostatnio wysoka dynamika płac w górnictwie może wzmacniać żądania płacowe w innych przedsiębiorstwach sektora publicznego. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że czynnikiem ograniczającym wzrost płac w gospodarce będzie nadal relatywnie wysokie bezrobocie.

Część członków Rady argumentowała, że wyższa niż w projekcji może być także dynamika liczby pracujących w gospodarce. Wskazuje na to stopniowo rosnące zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, którego zmiany miały w przeszłości wyprzedzający charakter w stosunku do zmian zatrudnienia w całej gospodarce. Zarówno szybsze niż wynikałoby z projekcji tempo wzrostu płac, jak i wyższa dynamika liczby pracujących, oznaczałyby większą presję na inflację ze strony rynku pracy oraz podwyższałyby dynamikę popytu konsumpcyjnego.

Dyskutując na temat nierównowagi fiskalnej w krajach Europy Zachodniej, zwracano uwagę na dużą niepewność odnośnie do realizacji planów jej ograniczania. Podkreślano, że przeprowadzenie konsolidacji finansów publicznych w części krajów strefy euro jest konieczne, ponieważ jej brak groziłby nasileniem się zaburzeń na rynkach finansowych. Część członków Rady oceniała, że konsolidacja fiskalna może niekorzystnie wpłynąć na wzrost gospodarczy u

partnerów handlowych Polski, a w konsekwencji na polski eksport. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że skutkiem zacieśnienia polityki fiskalnej może być ożywienie popytu prywatnego i przyspieszenie wzrostu gospodarczego w krajach europejskich (tj. mogą wystąpić tzw. nie-keynesowskie skutki zacieśnienia fiskalnego). Natomiast w krajach, w których nie dojdzie do konsolidacji finansów publicznych lub kontynuowana będzie ekspansywna polityka fiskalna, wzrost gospodarczy może się obniżyć w związku z niekorzystnym oddziaływaniem nierównowagi fiskalnej na popyt prywatny. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że wpływ konsolidacji fiskalnej na wzrost gospodarczy będzie w dużym stopniu zależeć od struktury dostosowań fiskalnych (w tym w szczególności od tego, czy deficyt będzie ograniczany głównie przez podwyżki podatków czy redukcje wydatków oraz od tego, jakie wydatki będą zmniejszane). Podkreślali oni także, że wystąpienie ekspansywnych efektów zacieśnienia fiskalnego zależy od wiarygodności polityki ograniczania nierównowagi fiskalnej.

Jednocześnie inni członkowie Rady oceniali, że skala planowanego zacieśnienia fiskalnego w krajach Europy Zachodniej nie jest znacząca. Zdaniem tych członków Rady wpływ konsolidacji fiskalnej na wzrost gospodarczy będzie więc niewielki. Podkreślali oni, że w warunkach niskich stóp procentowych mało prawdopodobne jest wystąpienie silnych nie-keynesowskich efektów zacieśnienia fiskalnego.

Rada poświęciła wiele uwagi sytuacji finansów publicznych w Polsce. Zwracano uwagę, że duża płynność na międzynarodowych rynkach finansowych ułatwia obecnie finansowanie deficytu budżetu państwa, a sytuacja finansów publicznych w Polsce jest dotychczas korzystniejsza niż w wielu krajach europejskich. Część członków Rady wskazywała, że wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym w Polsce będzie się poprawiać relacja deficytu sektora finansów publicznych do PKB, stanowiąca ważny wskaźnik wykorzystywany przez inwestorów przy ocenie ryzyka kredytowego kraju. Większość członków Rady podkreślała jednak, że samo ożywienie gospodarcze nie będzie wystarczające dla ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych w Polsce do niskiego poziomu i niezbędne jest podjęcie działań zmierzających do racjonalizacji wydatków publicznych. Wskazywano, że gdyby doszło do konsolidacji finansów publicznych w pozostałych gospodarkach europejskich, a w Polsce utrzymywałyby się wysoki deficyt sektora finansów publicznych, mogłyby wzrosnąć koszty jego finansowania.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że znaczące ograniczenie nierównowagi finansów publicznych w Polsce jest mało prawdopodobne w najbliższym okresie. Członkowie ci zwracali uwagę, że dotychczas nie przedstawiono projektów aktów prawnych, które pozwalałyby na istotne ograniczenie deficytu budżetu państwa w najbliższych latach. Część członków Rady wskazywała przy tym, że ze względu na przesunięcia części wydatków poza budżet państwa, bieżące dane o wykonaniu budżetu państwa nie pozwalają na ocenę sytuacji całego sektora finansów publicznych. Podkreślano, że przy utrzymywaniu się wysokiego deficytu tego sektora, niezbędne może być prowadzenie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej.

Analizując politykę pieniężną za granicą i w Polsce, wskazywano, że wobec braku wyraźnego ożywienia wzrostu gospodarczego strefy euro można oczekiwać, iż stopy procentowe w tym regionie będą kształtować się przez dłuższy okres na niskim poziomie. W opinii części członków Rady jest to jeden z czynników, który powinien być brany pod uwagę w decyzjach dotyczących parametrów polityki pieniężnej w Polsce. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że ze względu na obserwowane w ostatnich latach różnice w przebiegu cyklu koniunkturalnego w Polsce i strefie euro, dostosowanie parametrów polityki pieniężnej może być potrzebne w Polsce wcześniej niż w strefie euro.

Dyskutując na temat wpływu dysparytetu stóp procentowych na kurs walutowy, część członków Rady wskazywała, że dysparytet ten nie ma obecnie istotnego wpływu na kształtowanie się kursów walut, na co wskazuje podobne kształtowanie się kursów walut gospodarek

wschodzących, niezależnie od tego czy rozpoczęły one już proces zacieśniania polityki pieniężnej. Członkowie ci podkreślali, że jeżeli w wielu krajach utrzymywać się będą napięcia w finansach publicznych, to wrażliwość kursu walutowego na zmiany stóp procentowych może pozostać ograniczona.

Dyskutując na temat kształtowania się kursu złotego, część członków Rady zwracała uwagę, że ze względu na proces realnej konwergencji w dłuższym okresie powinna mieć miejsce aprecjacja realnego kursu złotego. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że w ostatnich latach kurs złotego cechował się dużą zmiennością. Zwracano uwagę, że obecnie istotny wpływ na kształtowanie się kursu złotego mają zmiany nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych. Zdaniem tych członków Rady, wobec prawdopodobnego utrzymywania się wysokiej awersji do ryzyka na rynkach finansowych, w najbliższym okresie kształtowanie się kursu złotego nie będzie czynnikiem ograniczającym inflację w polskiej gospodarce. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że obecne osłabienie złotego może mieć charakter przejściowy.

Dyskutując na temat bieżącego poziomu stóp procentowych w Polsce, oceniono, że niepewność sytuacji w otoczeniu zewnętrznym i jej wpływu na polską gospodarkę, w tym na kształtowanie się kursu złotego, uzasadnia pozostawienie stóp procentowych NBP na dotychczasowym poziomie.

Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że stopy procentowe w Polsce kształtują się obecnie na poziomie niższym od stopy naturalnej dla polskiej gospodarki. Zdaniem tych członków Rady dalsze ożywienie wzrostu gospodarczego i rosnące ryzyko ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego NBP może przemawiać za podwyżkami stóp procentowych. Natomiast inni członkowie Rady oceniali, że brak wyraźnego ożywienia koniunktury w strefie euro, ograniczona aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw oraz brak ożywienia akcji kredytowej dla tych podmiotów mogą uzasadniać utrzymanie dotychczasowej polityki pieniężnej.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 24 sierpnia 2010 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, sytuacji na rynku pracy i w sektorze finansów publicznych w Polsce i za granicą oraz perspektyw wzrostu PKB w otoczeniu polskiej gospodarki.

Omawiając perspektywy wzrostu PKB w Polsce, część członków Rady oceniała, że napływające dane wskazują na stabilizację tempa wzrostu gospodarczego. Wskazywali oni, że czynnikiem ograniczającym krajową aktywność gospodarczą może być potencjalne osłabienie wzrostu w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Członkowie ci zwracali jednocześnie uwagę na nadal słaby popyt inwestycyjny sektora prywatnego. Podkreślano, że w sytuacji oczekiwanej stabilizacji wzrostu gospodarczego na obecnym poziomie większość przedsiębiorców nie planuje inwestycji zwiększających poziom mocy wytwórczych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że planowana zmiana stawek podatku od towarów i usług (VAT) będzie osłabiać wzrost konsumpcji gospodarstw domowych w 2011 r. Członkowie ci zwracali także uwagę, że ograniczająco na wzrost popytu w polskiej gospodarce będzie oddziaływać zaostrenie polityki kredytowej banków w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych w związku z wejściem w życie rekomendacji T.

Zwracano jednak uwagę na prognozy wskazujące na możliwość wyraźnego przyspieszenia dynamiki PKB w Polsce. Podkreślano, że do wzrostu dynamiki PKB w najbliższych kwartałach będzie przyczyniać się odbudowa zapasów przez przedsiębiorstwa. Rosnące zatrudnienie będzie z kolei oddziaływać w kierunku szybszego niż dotychczas wzrostu konsumpcji prywatnej. W opinii niektórych członków Rady dalszemu ożywieniu aktywności gospodarczej będzie sprzyjał również wzrost eksportu. Członkowie ci argumentowali, że przy obecnym kursie złotego wysoka dynamika eksportu będzie sprzyjała poprawie sytuacji finansowej eksporterów, a poprzez to zwiększaniu zatrudnienia i płac przez te podmioty. Rosnący fundusz płac w sektorze eksporterów będzie z kolei oddziaływał w kierunku wzrostu konsumpcji, co przy obecnym stopniu wykorzystania mocy produkcyjnych, przekraczającym wieloletnią średnią, może prowadzić do szybkiej odbudowy inwestycji sektora prywatnego.

Omawiając sytuację na rynku pracy, zwracano uwagę, że rosnącemu zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw towarzyszy niska dynamika płac. Wskazywano, że taki charakter poprawy sytuacji na rynku pracy jest korzystny z punktu widzenia przebiegu procesów inflacyjnych, ponieważ ogranicza ryzyko jednoczesnego nasilenia presji popytowej i kosztowej. Część członków Rady zwracała uwagę, że zarówno dane dotyczące planowanych zmian wynagrodzeń w przedsiębiorstwach, jak i kształtowania się oczekiwań płacowych, nie wskazują na ryzyko znaczącego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń.

Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że niektóre informacje napływające z rynku pracy wskazują na możliwość nasilenia presji płacowej w kolejnych kwartałach. Zwracano uwagę na przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w II kw. br. oraz na możliwość wzrostu dynamiki płac w sektorze publicznym w III kw. br. w związku z podwyżkami wynagrodzeń dla nauczycieli. Wskazywano także na poprawiające się prognozy zatrudnienia w przedsiębiorstwach, w szczególności w mikroprzedsiębiorstwach, które cechuje największa skłonność do ulegania presji płacowej. Jednocześnie część członków twierdziła, że relatywnie wysoki i rosnący poziom oczekiwań płacowych bezrobotnych, wpływający niekorzystnie na skłonność do podejmowania pracy przez te osoby, zwiększa ryzyko nasilenia się presji płacowej w sytuacji dalszego umacniania się wzrostu gospodarczego w Polsce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także, że zniesienie w 2011 r. ograniczeń w dostępie do rynku pracy w Niemczech i Austrii dla obywateli krajów Unii Europejskiej z regionu Europy Środkowo-Wschodniej może wpłynąć na spadek liczby aktywnych zawodowo w polskiej gospodarce, a w konsekwencji przyczynić się do wzrostu presji płacowej.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych w Polsce, część członków Rady wskazywała, że zgodnie z oczekiwaniami inflacja CPI kształtuje się na stosunkowo niskim poziomie. Członkowie ci zwracali także uwagę na utrzymujący się spadek wszystkich miar inflacji bazowej. Podkreślali oni jednocześnie, że mimo wcześniejszych obaw dotyczących kształtowania się cen żywności na rynku krajowym, w ostatnich miesiącach zmiany tych cen oddziaływały w kierunku spadku inflacji. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że inflacja CPI jest obecnie wyższa niż wskazywała na to część prognoz formułowanych na początku 2010 r.

W odniesieniu do kształtowania się inflacji, część członków Rady podkreślała, że dostępne prognozy wskazują, że w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej inflacja kształtuje się na poziomie bliskim celowi inflacyjnemu NBP. Członkowie ci oceniali, że inflacja będzie ograniczana przez umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego. Zdaniem tych członków Rady czynnikiem osłabiającym wzrost inflacji jest także niska dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, w tym utrzymujący się ich spadek w przemyśle. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle w przeszłości nie była dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym presji inflacyjnej w gospodarce. Od czasu spadku inflacji do niskiego poziomu dynamika ta była dodatnia jedynie u szczytu boomu i w okresie spowolnienia. Oceniali oni, że w sytuacji prawdopodobnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego rosnąca

presja popytowa będzie się przyczyniać do wzrostu inflacji. Członkowie ci wskazywali jednocześnie, że w razie wyraźnego osłabienia wzrostu gospodarczego ryzykiem dla stabilności cen mogłaby być z kolei deprecjacja kursu złotego wynikająca z ewentualnego pogorszenia się sytuacji sektora finansów publicznych.

Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że na ryzyko przyspieszenia inflacji może wskazywać wyraźny wzrost dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu. Wskazywano także na wzrost cen zbóż na rynkach światowych. Część członków Rady twierdziła, że mimo niekorzystnej sytuacji podażowej w niektórych krajach, globalna podaź zbóż nie powinna zostać znacząco zmniejszona, co – przy jednocześnie wysokim poziomie zapasów – powinno ograniczać wzrost tych cen. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że przy utrzymującej się znacznej nadpłynności na światowych rynkach finansowych istnieje ryzyko znacznego wzrostu cen żywności.

Odnosząc się do planowanej na początek 2011 r. zmiany stawek VAT, zwracano uwagę, że związany z tą zmianą wzrost poziomu cen powinien być niewielki, a – przy stabilnych oczekiwaniach inflacyjnych – można oczekiwać jedynie przejściowego jego wpływu na wskaźnik inflacji CPI. Część członków Rady podkreślała jednak, że zmiany stawek VAT mogą przyczynić się do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Zdaniem tych członków Rady, ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych jest także zwiększane przez wzrost cen części surowców żywnościowych na rynkach światowych oraz możliwość wzrostu cen administrowanych w związku z potrzebą ograniczania wysokiego deficytu sektora finansów publicznych. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że oczekiwania inflacyjne kształtują się obecnie na podwyższonym poziomie.

Omawiając sytuację sektora finansów publicznych w Polsce, część członków Rady wskazywała, że mimo relatywnie korzystnych danych dotyczących wykonania budżetu państwa oraz wpływów ze składek na ubezpieczenia społeczne, istnieje ryzyko istotnie wyższego deficytu całego sektora finansów publicznych w 2010 r. niż wcześniej zakładano. Zdaniem tych członków Rady w kierunku podwyższenia deficytu sektora finansów publicznych może oddziaływać sytuacja budżetowa jednostek samorządu terytorialnego. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na niepewność odnośnie do skali wzrostu zadłużenia tych podmiotów w bieżącym roku i oceniali, że ewentualny wzrost deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB nie musi być znaczący.

Analizując średniookresowe czynniki ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji Rada dyskutowała również na temat Wieloletniego Planu Finansowego Państwa. Zwracano uwagę, że przedstawione w nim działania konsolidacyjne są niewystarczające dla istotnego ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych i zahamowania szybkiego narastania długu publicznego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na ryzyko przyjęcia w ustawie budżetowej na 2011 r. wyższego poziomu wydatków w stosunku do zakładanego w Planie. Część członków Rady twierdziła, że kontynuacja luźnej polityki fiskalnej zwiększa ryzyko wzrostu presji inflacyjnej w polskiej gospodarce, w szczególności w przypadku odwrócenia kierunku przepływów kapitału na globalnych rynkach finansowych. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w 2011 r. planowane jest zaostrzenie polityki fiskalnej i, choć jego skala nie będzie znacząca, to polityka fiskalna nie będzie zwiększała presji inflacyjnej. Podkreślano, że pełniejsza ocena fiskalnych uwarunkowań polityki pieniężnej będzie możliwa po zapoznaniu się z projektem budżetu państwa na 2011 r.

Dyskutując na temat sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, wskazywano na obniżenie się wzrostu PKB w II kw. br. w Stanach Zjednoczonych i Chinach oraz na jego przyspieszenie – głównie w wyniku silnego wzrostu aktywności w Niemczech – w strefie euro. Zdaniem części członków Rady, napływające informacje wskazują, że ożywienie w amerykańskiej gospodarce zaczyna

słabnąć, co może mieć niekorzystny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarki światowej. Inni członkowie Rady oceniali, że osłabienie dynamiki PKB w Stanach Zjednoczonych jest spójne z oczekiwanym niższym wzrostem produktu potencjalnego największych gospodarek rozwiniętych w okresie po kryzysie finansowym. Na tej podstawie oraz bazując na doświadczeniach poprzednich recesji uznawali oni jednocześnie prawdopodobieństwo ponownego wystąpienia recesji w gospodarce światowej za niewielkie.

Odnosząc się do sytuacji fiskalnej za granicą, niektórzy członkowie Rady argumentowali, że – mimo zmniejszenia się napięć na rynkach finansowych związanych z wysoką nierównowagą finansów publicznych części krajów członkowskich strefy euro – problem nadmiernego zadłużenia nie został rozwiązany. Członkowie ci podkreślali, że nie można obecnie wykluczyć ponownego nasilenia się zaburzeń związanych z wysokim zadłużeniem, co oddziaływałoby niekorzystnie na perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że utrzymywanie się wysokiej nierównowagi finansów publicznych w głównych gospodarkach rozwiniętych może niekorzystnie wpływać na potencjalne tempo wzrostu tych gospodarek.

Na posiedzeniu odnoszono się także do niepewności dotyczącej obecnego tempa wzrostu produktu potencjalnego w Polsce. Część członków Rady oceniała, że tempo wzrostu produktu potencjalnego obniżyło się w wyniku globalnego kryzysu gospodarczego, a także z powodu czynników niezależnych od kryzysu. Inni członkowie twierdzili, że umiarkowany wzrost bezrobocia w Polsce w okresie spowolnienia gospodarczego oraz nadal rosnąca aktywność zawodowa zmniejszają prawdopodobieństwo spadku dynamiki produktu potencjalnego.

Dyskutując na temat stóp procentowych w kraju i za granicą, część członków Rady wskazywała na kontynuację ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne krajów rozwiniętych. Członkowie ci zwracali uwagę, że w takich warunkach wzrost dysparytetu stóp procentowych związany z ewentualnym podwyższeniem stóp procentowych NBP mógłby sprzyjać nasileniu się napływu kapitału do polskiej gospodarki i zbyt szybkiej aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wpływ wzrostu dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego może być ograniczony. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że kilka banków centralnych z gospodarek rozwiniętych i rozwijających się podwyższało stopy procentowe w ostatnim okresie. Zdaniem tych członków Rady wpływ wzrostu dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego może być także ograniczany przez inne czynniki wpływające na poziom kursu, w tym sytuację sektora finansów publicznych. Wskazywano, że w sytuacji silnego napływu kapitału portfelowego związanego z wysokimi potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa, istotnym czynnikiem ryzyka dla kształtowania się kursu złotego mogą być zmiany nastawienia inwestorów do gospodarek wschodzących.

Na posiedzeniu odnoszono się również do kształtowania się agregatów pieniężnych. Część członków Rady podkreślała, że tempo wzrostu agregatu M3 jest nadal stosunkowo niskie. W szczególności, członkowie ci wskazywali, że brak jest ożywienia akcji kredytowej, a tempo przyrostu kredytu dla przedsiębiorstw ustabilizowało się na niskim poziomie. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że dynamika M3 wzrosła w ostatnich miesiącach i jest wyższa niż w okresie wychodzenia z poprzedniego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Zwracali oni także uwagę na sygnalizowany przez banki wzrost popytu na większość rodzajów kredytów.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że obecne tempo wzrostu PKB, przy możliwości jego przyspieszenia i prawdopodobnie obniżonym wzroście produktu potencjalnego, może sprzyjać wzrostowi presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Członkowie ci podkreślali, że obecny poziom stóp

procentowych był dostosowany do warunków silnego spowolnienia wzrostu w gospodarce polskiej i recesji w jej otoczeniu, a w sytuacji umacniającego się ożywienia w Polsce uzasadnione jest podwyższenie stóp procentowych NBP. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, podwyższenie stóp procentowych ograniczałoby ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych oraz sprzyjałoby wzrostowi stopy oszczędności w gospodarce i w efekcie utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że w celu zacieśnienia polityki pieniężnej uzasadnione mogłoby być podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej.

Inni członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymujące się niekorzystne perspektywy wzrostu w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki oraz na brak wyraźnych sygnałów dalszego przyspieszenia krajowego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali, że niska obecnie presja inflacyjna i osłabienie czynników oddziałujących w kierunku wzrostu presji inflacyjnej w ostatnim okresie uzasadniają pozostawienie stóp procentowych na niezmienionym poziomie. Wskazywali oni także, że podwyżka stóp procentowych może zwiększać ryzyko zbyt szybkiej aprecjacji kursu złotego. Niektórzy członkowie argumentowali, że podwyższenie stóp procentowych mogłoby zbyt silnie osłabić ożywienie wzrostu gospodarczego w Polsce.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 29 września 2010 r.

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

Dyskutując na temat uwarunkowań zewnętrznych członkowie Rady wskazywali na utrzymywanie się umiarkowanej aktywności gospodarczej za granicą. Zwracano uwagę, że po silnym wzroście PKB w strefie euro w II kw. 2010 r., najprawdopodobniej nastąpi pewne wyhamowanie tempa ożywienia w tej gospodarce. Wskazywano, że w ostatnim okresie pogorszyły się perspektywy wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych, choć oceniono, że ryzyko ponownej recesji w gospodarce amerykańskiej jest niskie. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost gospodarczy za granicą jest w znacznym stopniu związany z programami stymulacyjnymi, a utrzymująca się niepewność dotycząca trwałości ożywienia skłania banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych do kontynuacji ekspansywnej polityki pieniężnej. Inni członkowie Rady podkreślali, że osłabienie dynamiki PKB w gospodarkach rozwiniętych jest spójne z oczekiwanym niższym wzrostem produktu potencjalnego po kryzysie finansowym. Wskazywali oni, że przyczynia się do niego także głęboka nierównowaga fiskalna, w tym nasilana przez nią niepewność odnośnie do wyników decyzji gospodarczych. Za istotny czynnik niepewności dla wzrostu gospodarczego i inflacji w otoczeniu zewnętrznym uznawali oni również skutki ekspansywnej polityki pieniężnej, w tym niestandardowych działań podejmowanych i planowanych przez główne banki centralne.

Omawiając perspektywy wzrostu aktywności gospodarczej w Polsce, część członków Rady oceniała, że zarówno dostępne prognozy, jak i napływające dane, w tym dane o PKB w II kw. br. oraz o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w III kw. br., wskazują na utrzymanie się

tendencji wzrostowej dynamiki PKB. Członkowie ci oceniali, że oczekiwany w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy, choć niski w porównaniu do okresu sprzed globalnego kryzysu finansowego, będzie relatywnie silny wobec prawdopodobnie obniżonej – ich zdaniem – dynamiki produktu potencjalnego. Inni członkowie Rady argumentowali, że pozytywny wpływ na PKB w Polsce miały pakiety stymulacyjne wprowadzone za granicą, których wpływ obecnie wygasa, i oceniali, że wzrost gospodarczy pozostanie umiarkowany. Członkowie ci wskazywali przy tym na pogorszenie się wskaźników koniunktury przedsiębiorstw.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu konsumpcji zwrócono uwagę na pewne pogorszenie się wskaźników koniunktury konsumenckiej w ostatnim okresie. Część członków Rady wskazywała, że było to w dużym stopniu związane z pogorszeniem się oceny ogólnej sytuacji gospodarczej w kraju, a w mniejszym oceny sytuacji finansowej gospodarstw domowych, co oznacza – zdaniem tych członków Rady – że gorsze nastroje konsumentów nie sygnalizują jednoznacznie pogorszenia się perspektywy wzrostu konsumpcji. Zwracali oni uwagę na pozytywny wpływ poprawy sytuacji na rynku pracy na przyszłą dynamikę konsumpcji. Inni członkowie Rady podkreślali, że dobre dane o konsumpcji w II kw. i sprzedaży detalicznej w III kw. mogą być wynikiem przejściowego wzrostu popytu związanego z: wymianą dóbr trwałego użytku na terenach popowodziowych, zwiększonymi zakupami samochodów w związku z zapowiedzianym na koniec 2010 r. zniesieniem odliczeń VAT na zakup samochodów z homologacją ciężarową oraz przesunięciem części wydatków ze względu na podwyżkę stawek VAT na początku 2011 r.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom wzrostu inwestycji. Wskazywano, że stopień wykorzystania mocy wytwórczych wzrósł po raz kolejny w III kw. br., co w połączeniu z bardzo dobrymi wynikami finansowymi przedsiębiorstw w I połowie 2010 r. powinno sprzyjać ożywieniu aktywności inwestycyjnej. Z kolei utrzymująca się niepewność co do przyszłego popytu może zniechęcać przedsiębiorstwa do rozbudowy potencjału wytwórczego, choć – zdaniem części członków Rady – relatywne znaczenie tego czynnika raczej będzie się zmniejszać w porównaniu do oddziaływania wzrostu wykorzystania mocy wytwórczych i bardzo dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę, że szybko rosnąca wielkość przychodów z eksportu może przyczynić się do ożywienia inwestycji w grupie eksporterów. Na możliwość takiego ożywienia wskazują wyniki badań NBP, zgodnie z którymi w II kw. nastąpiło wyhamowanie ujemnej dynamiki inwestycji w tej grupie przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali, że dane GUS dotyczące aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw nie potwierdzają na razie ożywienia inwestycji.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy wskazywano na wzrost liczby pracujących w gospodarce w II kw. 2010 r. i dalsze stopniowe zwiększanie się zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w III kw. br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali przy tym, że ze względu na ograniczoną skalę zwolnień w latach 2008-2009 liczba pracujących w gospodarce kształtuje się na poziomie zbliżonym do okresu sprzed spowolnienia gospodarczego. Z kolei przeciętne miesięczne przyrosty zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw kształtują się na relatywnie wysokim poziomie, niższym jedynie niż w 2007 r. Część członków Rady zwracała uwagę, że rosnącemu zatrudnieniu towarzyszy zwiększanie się liczby osób aktywnych zawodowo, co ogranicza narastanie napięć na rynku pracy i zwiększanie presji płacowej. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że dalszy wzrost podaży pracy będzie prawdopodobnie ograniczany przez czynniki demograficzne powodujące, że liczba osób w wieku produkcyjnym będzie rosła wolniej niż dotychczas. Niektórzy członkowie Rady wskazywali że dodatkowym czynnikiem mogącym negatywnie wpływać na podaż pracy w Polsce będzie zniesienie w maju 2011 r. ograniczeń dla polskich obywateli w dostępie do rynku pracy w Niemczech i Austrii.

Część członków Rady argumentowała, że dotychczasowy wzrost wynagrodzeń był nieduży, a badania koniunktury NBP wskazują, że odsetek przedsiębiorstw planujących wzrost płac

pozostaje umiarkowany, co może świadczyć o utrzymywaniu dyscypliny płacowej w sektorze przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali, że odsetek zatrudnionych, którzy wedle deklaracji przedsiębiorstw mają zostać objęci podwyżkami w IV kw. zbliżył się do wieloletniej średniej. Członkowie ci oceniali, że hamujący wpływ niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy na inflację może zacząć słabnąć, na co wskazuje pierwszy od II kw. 2008 r. wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w II kw. 2010 r. Ponadto – zdaniem tych członków Rady – czynnikiem wzrostu presji płacowej może być podniesienie płacy minimalnej w 2011 r.

Dyskutując na temat kształtowania się inflacji wskazywano, że roczny wskaźnik CPI, a także inflacja bazowa utrzymują się na niskim poziomie, choć już we wrześniu br. można oczekiwać wzrostu wskaźnika CPI w okolice celu inflacyjnego. Zwracano uwagę, że w kierunku wyższej inflacji będą oddziaływać obserwowane w ostatnich miesiącach silne wzrosty cen surowców rolnych na świecie. Równocześnie część członków Rady podkreślała jednak, że dynamika cen żywności w Polsce była niższa niż wcześniej oczekiwano, biorąc pod uwagę zarówno czynniki krajowe (negatywny wpływ powodzi na plony), jak i zewnętrzne (wysoką dynamikę cen żywności na świecie). Niektórzy członkowie Rady twierdzili przy tym, że ze względu na wielkość krajowego rynku rolnego również w przyszłości przełożenie wzrostu cen na rynkach światowych na ceny w Polsce może być ograniczone. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że ze względu na powiązania rynków rolnych w skali międzynarodowej można oczekiwać przyspieszenia dynamiki krajowych cen żywności w najbliższym okresie, a w konsekwencji wyższej niż wcześniej oceniano inflacji. Niektórzy członkowie wskazywali ponadto na silny wzrost rocznej dynamiki cen produkcji sprzedanej przemysłu, który może sygnalizować nasilenie presji kosztowej.

Analizując zmiany oczekiwań inflacyjnych wskazywano, że w przypadku gospodarstw domowych obniżyły się one we wrześniu, jednak niektórzy członkowie Rady podkreślali, że oczekiwania te nadal kształtują się powyżej bieżącej inflacji. Zwracano też uwagę, że prognozy analityków sektora finansowego ustabilizowały się natomiast powyżej celu inflacyjnego NBP. Część członków Rady wskazywała jednocześnie, że stabilizacji prognoz inflacji analityków bankowych towarzyszył wzrost oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP. W tym kontekście, argumentowali oni, że brak zacieśnienia polityki pieniężnej może stwarzać ryzyko rewizji w górę tych prognoz. Ich zdaniem w kierunku wzrostu prognoz analityków jak również oczekiwań inflacyjnych (zwłaszcza przedsiębiorstw) może także oddziaływać utrzymujące się ożywienie aktywności gospodarczej i związane z nią narastanie presji kosztowej oraz słabnięcie bariery popytu.

Omawiając sytuację w sektorze finansów publicznych część członków Rady wskazywała, że niektóre działania zapowiedziane w projekcie ustawy budżetowej na 2011 r. mają charakter jednorazowy, co oznacza że, nie przyczynią się one do trwałego zahamowania tempa narastania długu publicznego. Inni członkowie podkreślali, że choć skala nierównowagi fiskalnej w Polsce jest duża, to nie odbiega znacząco od średniej w krajach UE. Zdaniem tych członków Rady relatywnie korzystna ocena sytuacji gospodarczej Polski oraz zmniejszenie nowych emisji skarbowych papierów wartościowych przez część krajów charakteryzujących się obecnie największą nierównowagą fiskalną może sprzyjać utrzymaniu wysokiego popytu na polskie papiery skarbowe. Będzie to ułatwiać finansowanie deficytu sektora finansów publicznych, o ile nie nastąpi silne pogorszenie nastawienia inwestorów i odwrócenie kierunku przepływów kapitału na globalnych rynkach finansowych. Odnosząc się do wpływu polityki fiskalnej na inflację część członków Rady argumentowała, że dokonanie zapowiedzianego zamrożenia płac w sferze budżetowej, likwidacji części ulg i zwolnień podatkowych oraz podwyżki stawek VAT będzie w pewnym stopniu ograniczać presję popytową w 2011 r.

Analizując kształtowanie się agregatów monetarnych i kredytowych część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika agregatu M3 jest nadal umiarkowana, podobnie jak dynamika kredytu dla sektora prywatnego, na co składa się z jednej strony stabilny przyrost kredytów dla gospodarstw domowych, a z drugiej strony brak wyraźnego ożywienia akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw. Inni członkowie Rady podkreślali, że w sierpniu 2010 r. nastąpił dalszy wzrost dynamiki M3, a tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych przekracza istotnie dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Część Rady zwracała uwagę, że mimo utrzymywania stóp NBP na niezmiennym poziomie obniżyło się oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych. Ponadto niektórzy członkowie Rady argumentowali, że od maja br. stan kredytów dla przedsiębiorstw (po skorygowaniu o wahania kursowe) stopniowo rośnie, a niska dynamika tych kredytów wynika przede wszystkim z ograniczonego popytu firm na kredyt. Na ograniczony wzrost popytu przedsiębiorstw na kredyt wskazują wyniki badań NBP, zgodnie z którymi odsetek przedsiębiorstw ubiegających się o kredyt utrzymuje się na niskim poziomie, przy wyraźnym wzroście udziału wniosków kredytowych zaakceptowanych przez banki.

Odnosząc się do kursu złotego część członków Rady argumentowała, że obserwowana w ostatnim okresie aprecjacja złotego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia inflacji. Rada dyskutowała ponadto o czynnikach mogących wpływać na kształtowanie się kursu złotego w przyszłości, w tym o poziomie kursu równowagi, roli dysparytetu stóp procentowych, ryzyku zmian nastawienia inwestorów do gospodarek wschodzących oraz nadpłynności na światowych rynkach finansowych. W szczególności część członków Rady zwracała uwagę, że w warunkach kontynuacji ekspansywnej polityki pieniężnej przez banki centralne w największych gospodarkach rozwiniętych ewentualne podwyższenie stóp procentowych NBP mogłoby przyczynić się do zbyt szybkiej aprecjacji złotego. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wpływ dysparytetu stóp procentowych na kształtowanie się kursu złotego może być ograniczany przez inne czynniki wpływające na poziom kursu, w tym przez sytuację sektora finansów publicznych w kraju i za granicą oraz utrzymującą się dużą niepewność na światowych rynkach finansowych.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady argumentowała, że wzrost dynamiki PKB w II kw. 2010 r. i możliwość jej przyspieszenia w kolejnych kwartałach w warunkach prawdopodobnie obniżonego wzrostu produktu potencjalnego, w połączeniu z dalszą poprawą sytuacji na rynku pracy, mogą – w przypadku braku podniesienia stóp procentowych NBP – sprzyjać narastaniu presji inflacyjnej w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Podobnie jak na sierpniowym posiedzeniu członkowie ci podkreślali ponadto, że obecny poziom stóp procentowych odpowiadał warunkom zawirowań na światowych rynkach finansowych i będącego ich skutkiem silnego spowolnienia wzrostu w polskiej gospodarce. W ich ocenie podwyżka stóp, pomimo ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne na świecie, miałyby charakter dostosowania do ustąpienia tych warunków. Zdaniem tych członków Rady, takie dostosowanie stóp procentowych ograniczałoby także ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych.

Inni członkowie Rady argumentowali, że umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego i towarzysząca mu obecnie ograniczona presja płacowa i inflacyjna wraz z ryzykiem osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. Ponadto, podwyżka stóp procentowych NBP, przy jednoczesnym utrzymywaniu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, mogłaby – ich zdaniem – zwiększać ryzyko zbyt szybkiej aprecjacji kursu złotego.

Na posiedzeniu złożono wniosek o podwyższenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Rada pozostawiła stopy procentowe na

niezmienionym poziomie: stopa referencyjna wynosi 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, a stopa dyskontowa weksli 4,00%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 26-27 października 2010 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 3,50%, stopa lombardowa 5,00%, stopa depozytowa 2,00%, stopa redyskonta weksli 3,75%, stopa dyskontowa weksli 4,00% w skali rocznej.

W gospodarce światowej utrzymuje się umiarkowane ożywienie, a jego dynamika w II połowie 2010 r. będzie prawdopodobnie niższa niż w I połowie roku. Wzrost gospodarczy w krajach rozwiniętych jest ograniczany przez wysoki poziom bezrobocia oraz trwające dostosowania w bilansach gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Nieznacznie spowalnia szybki wzrost aktywności w największych gospodarkach wschodzących, do czego przyczynia się zaostrzenie polityki gospodarczej w części tych krajów, mające na celu ograniczenie ryzyka narastania nierównowagi makroekonomicznej. Istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostają skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz zapowiadanego jej ograniczania w gospodarkach rozwiniętych, a także skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych i planowanych przez główne banki centralne.

W ostatnim okresie, oczekiwaniom na zwiększenie skali ekspansji monetarnej w Stanach Zjednoczonych towarzyszyła poprawa nastrojów inwestorów na rynkach finansowych. Oba te czynniki, z jednej strony, sprzyjały aprecjacji walut względem dolara amerykańskiego, w tym złotego i walut innych gospodarek wschodzących. Z drugiej strony, przyczyniały się one również do wzrostu cen części surowców na rynkach światowych.

Dane dotyczące polskiej gospodarki w III kw. 2010 r. sygnalizują nieco wyższe tempo wzrostu gospodarczego w porównaniu z poprzednim kwartałem. Utrzymuje się szybki wzrost produkcji przemysłowej. W ostatnim okresie zwiększyła się dynamika produkcji budowlano-montażowej. Systematycznie rośnie wykorzystanie mocy wytwórczych. Utrzymuje się bardzo dobra sytuacja finansowa i płynnościowa przedsiębiorstw. Równocześnie mimo poprawy bieżącej aktywności, w większości sektorów pogarszają się oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące popytu i produkcji. Przedsiębiorstwa zwiększają zatrudnienie, choć wyhamował spadek stopy bezrobocia rejestrowanego (po skorygowaniu o czynniki sezonowe). Wzrostowi zatrudnienia sprzyja utrzymywanie dyscypliny płacowej w firmach. W III kw. br. obniżyło się tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Hamująco na wzrost płac może wpływać rosnąca aktywność zawodowa.

Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw pozostaje ograniczona, głównie z przyczyn leżących po stronie popytu na kredyt. Utrzymuje się stabilny wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych. Ponownie rośnie udział kredytów walutowych w nowo udzielanych kredytach mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

We wrześniu 2010 r. roczna inflacja CPI wzrosła do poziomu celu inflacyjnego NBP, który wynosi 2,5%. Do wzrostu inflacji przyczynił się głównie wzrost dynamiki cen żywności i – w mniejszym stopniu – energii. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii nie zmieniła się. Jednocześnie wzrosły pozostałe wskaźniki inflacji bazowej oraz dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Większość miar oczekiwań inflacyjnych kształtuje się w pobliżu celu inflacyjnego NBP. W najbliższych miesiącach można oczekiwać dalszego wzrostu inflacji CPI, co wynikać będzie ze wzrostu cen żywności i energii. Ponadto w 2011 r. poziom cen może zostać nieznacznie podwyższony przez zapowiadaną zmianę stawek VAT.

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 NBP – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,4-2,6% w 2010 r. (wobec 2,3-2,9% w projekcji czerwcowej), 2,5-3,5% w 2011 r. (wobec 2,1-3,3%) oraz 2,4-3,7% w 2012 r. (wobec 2,2-3,7%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,3-3,7% w 2010 r. (wobec 2,5-3,9% w czerwcowej projekcji), 3,3-5,5% w 2011 r. (wobec 3,3-5,9%) oraz 2,8-5,5% w 2012 r. (wobec 2,2-5,0%).

W ocenie Rady, ograniczona obecnie presja inflacyjna i płacowa w polskiej gospodarce oraz nieuwzględniona w scenariuszu bazowym październikowej projekcji inflacji i PKB możliwość zwiększenia się napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne w połączeniu z ryzykiem dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie.

Jednocześnie Rada będzie w dalszym ciągu analizowała ewentualne sygnały narastania presji inflacyjnej.

Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc. z 3,0% do 3,5%. Decyzja ta ma zastosowanie do rezerwy obowiązkowej podlegającej utrzymaniu od 31 grudnia 2010 r. W wyniku tej decyzji stopa rezerwy obowiązkowej powróci do poziomu sprzed 30 czerwca 2009 r.

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

Według Rady dla stabilności makroekonomicznej ważne jest także podejmowanie działań, które zapobiegą szybkiemu wzrostowi kredytów walutowych dla gospodarstw domowych. Działania te mogą przyczynić się także do zwiększenia efektywności mechanizmu transmisji monetarnej.

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

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Październik 2010 r., Bilans Płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za II kw. 2010 r. oraz Opinię Rady Polityki Pieniężnej do Projektu Ustawy Budżetowej na 2011 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 NECMOD³⁷. 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 informacje wskazują na osłabienie tendencji wzrostowych w gospodarce światowej, w szczególności w krajach rozwiniętych. Pomimo lepszych od oczekiwań danych na temat wzrostu PKB w strefie euro w II kw. br., w kolejnych kwartałach spodziewane jest osłabienie tempa wzrostu w tej gospodarce. Mniej korzystne informacje napływają z gospodarki amerykańskiej, gdzie w II kw. br. dynamika PKB uległa obniżeniu, a bieżące dane, w tym niski wzrost zatrudnienia w sektorze prywatnym, stagnacja na rynku nieruchomości oraz pogorszenie się wskaźników koniunktury, wskazują na możliwość utrzymania się niskiego tempa wzrostu również w kolejnych kwartałach. W świetle dostępnych informacji przyjęty w bieżącej projekcji scenariusz zakłada, że w 2011 r., wskutek wygasania pozytywnych efektów poluzowania polityki fiskalnej, dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro obniży się. W związku z dużą niepewnością wobec trwałości obecnego ożywienia gospodarczego i jednocześnie brakiem presji inflacyjnej, oczekiwane przez rynki finansowe rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych przez banki centralne strefy euro i Stanów Zjednoczonych przesunęło się na II poł. 2011 r. Wzrost popytu na żywność w krajach rozwijających się, obniżenie światowych zbiorów zbóż ze względu na warunki agro-meteorologiczne oraz wzrost zaangażowania kapitału spekulacyjnego spowodowały wzrost cen surowców rolnych obserwowany od początku 2010 r. W horyzoncie projekcji oczekuje się stopniowego wygasania tych efektów i powrotu indeksu cen surowców rolnych do poziomu z przełomu 2009/2010 r. Ceny surowców energetycznych na świecie pozostaną w umiarkowanym trendzie wzrostowym, co będzie związane z utrzymującym się – choć nieco słabszym niż w ostatnich kwartałach – ożywieniem w gospodarce światowej i stopniowym wzrostem popytu na żywność, zwłaszcza w rozwijających się krajach Azji.

³⁷ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

Popyt zagregowany

Głównymi źródłami wzrostu gospodarczego w krótkim i średnim horyzoncie projekcji (lata 2010-2011) będą stabilny wzrost spożycia indywidualnego, szybki wzrost inwestycji publicznych wspieranych funduszami UE oraz odbudowa stanu zapasów przez przedsiębiorstwa. W dłuższym horyzoncie obok konsumpcji prywatnej wzrost gospodarczy wspierać będą także stosunkowo szybko rosnące inwestycje prywatne. W nadchodzących latach niewielką ujemną kontrybucję do wzrostu PKB zanotuje eksport netto.

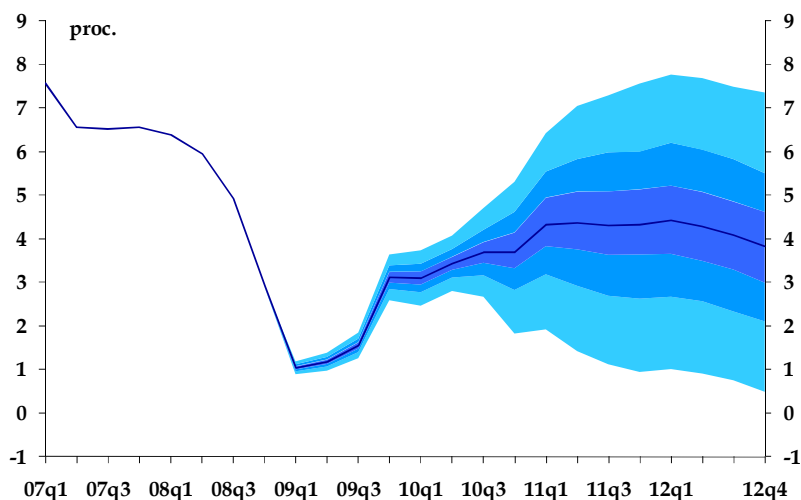
Po spowolnieniu z przełomu 2009 i 2010 r. i wzroście w II i III kw. 2010 r., w horyzoncie projekcji tempo wzrostu spożycia indywidualnego utrzymuje się na dość stabilnym poziomie nieznacznie przekraczającym 3% r/r. Wiąże się to z prognozowaną stopniową poprawą sytuacji na rynku pracy, a w konsekwencji z szybszym wzrostem funduszu płac. Czynnikiem hamującym wzrost konsumpcji są natomiast wzrost stawek podatku VAT i akcyzy (ograniczający dochody z nadwyżki operacyjnej) oraz zmniejszające się wraz z poprawą koniunktury w kraju transfery netto do gospodarstw domowych. Uwzględniając wzrost inflacji, w latach 2011-2012 dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będzie się utrzymywać poniżej tempa wzrostu PKB.

W latach 2011-2012, przy średnim tempie wzrostu nakładów brutto na środki trwałe zbliżonym do 8% stopa inwestycji ponownie przekroczy poziom 21%. W krótkim horyzoncie projekcji na wzrost inwestycji ogółem wpłynie wysoka dynamika nakładów brutto na środki trwałe publiczne, wspierana przez napływ funduszy strukturalnych UE, m.in. w związku z realizacją projektów związanych z przygotowaniem do Mistrzostw Europy w Piłce Nożnej EURO 2012. W 2012 r. pozytywna kontrybucja inwestycji publicznych będzie stopniowo wygasać, a wzrost nakładów brutto na środki trwałe będzie podtrzymywany przez rosnący popyt inwestycyjny przedsiębiorstw prywatnych. Dynamika inwestycji przedsiębiorstw rośnie od początku horyzontu projekcji, do czego przyczyniają się: poprawa koniunktury w kraju i za granicą, rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz malejący realny koszt użytkowania kapitału (wynikający ze stopniowego wzrostu inflacji i przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP) – zwłaszcza w relacji do rosnących kosztów pracy. Systematycznie poprawiająca się w horyzoncie projekcji sytuacja ekonomiczna gospodarstw domowych, wspierana przez stopniowo łagodzoną w ostatnich kwartałach politykę kredytową banków w zakresie kredytów mieszkaniowych, z pewnym opóźnieniem przełoży się na odbudowę inwestycji mieszkaniowych, które zaczną rosnąć od końca 2010 r. w tempie powyżej 5% r/r.

Wraz z odbudową relacji handlowych, po znaczącym ich ograniczeniu związanym ze światowym kryzysem finansowym, w I poł. 2010 r. zanotowano wysoki wzrost wolumenów eksportu i importu. W latach 2011-2012 dynamika eksportu i importu obniży się – wciąż jednak przewyższać będzie tempo wzrostu PKB. Kontynuacja wzrostu popytu krajowego w horyzoncie projekcji w połączeniu z niewielkim osłabieniem wzrostu popytu na polski eksport, przyczyni się do utrzymania ujemnego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. Kontrybucja eksportu netto będzie jednak tylko nieznacznie niższa od zera, na co wpłynie utrzymujący się w okresie projekcji relatywnie stabilny poziom kursu walutowego oraz struktura wzrostu popytu krajowego, w szczególności niska importochłonność inwestycji publicznych.

Wykres 4.1

Centralna projekcja PKB oraz wykres wachlarzowy.



Źródło: NBP.

Równowaga makroekonomiczna

Dynamika potencjalnego PKB, z poziomu przekraczającego 4% r/r w latach 2005-2009 obniża się w krótkim horyzoncie projekcji, stabilizując się na poziomie zbliżonym do 3% r/r w 2011 i 2012 r. Czynnikiem obniżającym dynamikę produktu potencjalnego jest wolniejsze tempo akumulacji kapitału prywatnego związane z oddziałującym z opóźnieniem ograniczeniem akcji inwestycyjnej przedsiębiorstw prywatnych w latach 2009-2010 oraz wzrost stopy bezrobocia równowagi (NAWRU). Za zwiększenie stopy NAWRU odpowiada wzrost kosztów produkcji związany ze wzrostem cen dóbr zaopatrzeniowych z importu. Dodatkowo wzrost stopy bezrobocia równowagi jest efektem relatywnego wzrostu cen konsumenta w stosunku do cen producenta ograniczającego poziom wynagrodzeń realnych, co wynika m.in. ze względnie wysokiego wzrostu cen żywności oraz podwyżki podatku VAT i akcyzy.

Wraz z rosnącą luką popytową, do końca horyzontu projekcji systematycznie poprawia się sytuacja na rynku pracy – rośnie zatrudnienie i realne wynagrodzenia. Ze względu na relatywnie ograniczony spadek liczby pracujących w okresie spowolnienia gospodarczego z przełomu lat 2008-2009, w projekcji nie oczekuje się znaczącego obniżenia stopy bezrobocia – do końca 2012 r. spadnie ona o ok. 1 pkt. proc. Dodatkowo w krótkim horyzoncie projekcji wzrośnie liczba aktywnych zawodowo jako efekt migracji powrotnych i korzystnych zmian struktury demograficznej populacji, w tym zwłaszcza wzrostu liczby osób w wieku 25-44, charakteryzujących się wysokim współczynnikiem aktywności zawodowej. Spadek rzeczywistego bezrobocia przy równoczesnym wzroście stopy bezrobocia równowagi będzie pogłębiać lukę na bezrobociu, co przełoży się na stopniowy wzrost dynamiki płac realnych, który w końcu horyzontu projekcji przewyższy wzrost produktywności.

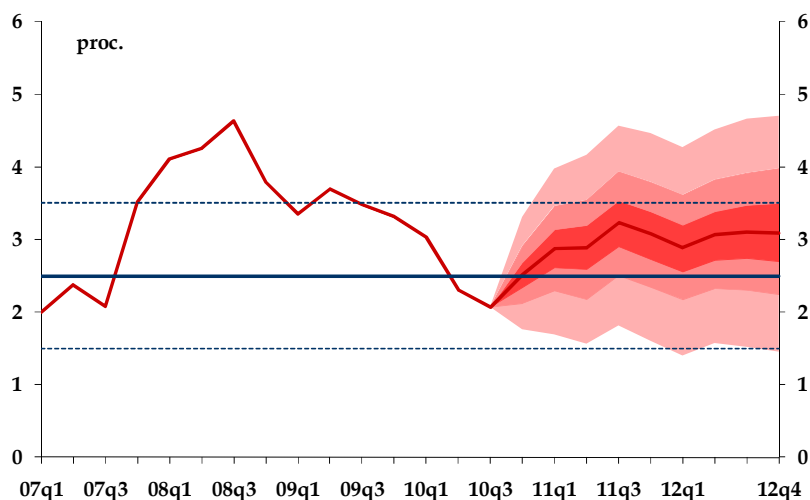
W horyzoncie projekcji w kierunku aprecjacji kursu złotego będzie oddziaływać systematycznie umacniający się kurs równowagi, co wynika m.in. z dodatniego salda transferów związanego z napływem funduszy unijnych oraz szybszego niż w strefie euro wzrostu produktu potencjalnego w Polsce. Czynnikiem osłabiającym aprecjacyjną tendencję kursu złotego mogą być natomiast utrzymująca się w dalszym ciągu duża niepewność na światowych rynkach finansowych i wysoki poziom premii za ryzyko fiskalne (w projekcji uwzględniane są tylko te zmiany polityki fiskalnej, które wynikają z przyjętych przez Parlament ustaw lub znajdują się w projekcie Ustawy Budżetowej), a także zmniejszający się dysparytet stóp procentowych

(w związku z założeniem o stałej stopie referencyjnej NBP przy jednocześnie rosnących stopach procentowych za granicą). Biorąc pod uwagę zarówno czynniki wzmacniające kurs złotego jak i dokonując kwantyfikacji czynników ryzyka mogących hamować aprecjację krajowej waluty przyjęto, że kurs walutowy w latach 2011-2012 będzie kształtował się na względnie stabilnym poziomie.

Pogłębiający się w kolejnych kwartałach deficyt obrotów handlowych i salda dochodów finansowany będzie w dużym stopniu napływem funduszy unijnych. W rezultacie nierównowaga zewnętrzna mierzona poziomem deficytu obrotów bieżących i kapitałowych będzie kształtować się w horyzoncie projekcji na poziomie między -1 a -2% PKB.

Wykres 4.2

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



Źródło: NBP.

Inflacja

Ze względu na opóźniony efekt spadku cen importu i jednostkowych kosztów pracy oraz wciąż niską presję popytową, w punkcie startowym projekcji (III kw. 2010 r.) inflacja bazowa ulega dalszemu obniżeniu i kształtuje się na poziomie 1,2% r/r. Od początku 2011 r. do końca horyzontu projekcji można oczekiwać systematycznego wzrostu inflacji bazowej, do ponad 2% r/r od II kw. 2012 r. W krótkim horyzoncie projekcji wzrost ten będzie spowodowany głównie przez rosnącą (w ujęciu rocznym) dynamikę cen importu, a także podwyżkę podstawowej stawki podatku VAT w styczniu 2011 r. W dłuższym horyzoncie dynamika cen importu obniży się, a inflacja bazowa będzie rosła w wyniku stopniowego wzrostu presji płacowej będącej efektem ożywienia w gospodarce i towarzyszącej mu poprawy na rynku pracy.

W krótkim horyzoncie projekcji silne wzrosty cen surowców rolnych na rynkach światowych, a także niekorzystna sytuacja podażowa na rynku krajowym, przełożą się na wzrost inflacji cen żywności. W dłuższym horyzoncie projekcji inflacja cen żywności obniży się ze względu na wygasanie zaburzeń podażowych na rynkach surowców rolnych, jednak spadek ten będzie ograniczany przez, będący efektem ożywienia gospodarczego, wzrost krajowego popytu i kosztów produkcji.

Inflacja cen energii utrzyma się w całym horyzoncie projekcji na poziomie zbliżonym do 5% r/r. Wysoka dynamika cen energii podtrzymywana będzie przez rosnące ceny surowców energetycznych (średnio 7,3% r/r w całym horyzoncie). Oczekuje się zatem, także ze względu na

deklarowane, wysokie potrzeby inwestycyjne sektora energetycznego, systematycznego wzrostu cen kontrolowanych (tj. kontynuacji dotychczasowej polityki regulacji cen, której wynikiem jest oczekiwany wzrost cen gazu ziemnego od kwietnia 2011 r. oraz cen energii elektrycznej od początku 2011 r.).

Inflacja CPI od początku 2011 r. utrzymywać się będzie powyżej celu inflacyjnego – na poziomie ok. 3% r/r. Czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu inflacji CPI w całym horyzoncie projekcji będzie stosunkowo wysoka inflacja cen energii. Dodatkowo, w krótkim horyzoncie, inflacja CPI podtrzymywana będzie przez rosnącą inflację cen żywności. W dłuższym horyzoncie projekcji, wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego, wspieranego przez niskie realne stopy procentowe, większą rolę we wzroście inflacji odgrywać będą czynniki popytowe i rosnąca presja kosztowa ze strony rynku pracy. Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej banku centralnego w całym horyzoncie projekcji, prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale (1,5%-3,5%) spada z około 71% w 2011 r. do 64% w ostatnim roku projekcji.

Tabela 4.1

Prawdopodobieństwa kształtowania się przyszłej inflacji.

	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2010q4	0,02	0,48	0,98	0,50	0,97
2011q1	0,03	0,30	0,81	0,49	0,79
2011q2	0,04	0,31	0,78	0,49	0,74
2011q3	0,02	0,20	0,63	0,50	0,61
2011q4	0,04	0,25	0,69	0,50	0,66
2012q1	0,06	0,32	0,76	0,51	0,70
2012q2	0,04	0,26	0,68	0,51	0,64
2012q3	0,05	0,27	0,66	0,50	0,61
2012q4	0,06	0,28	0,65	0,50	0,59

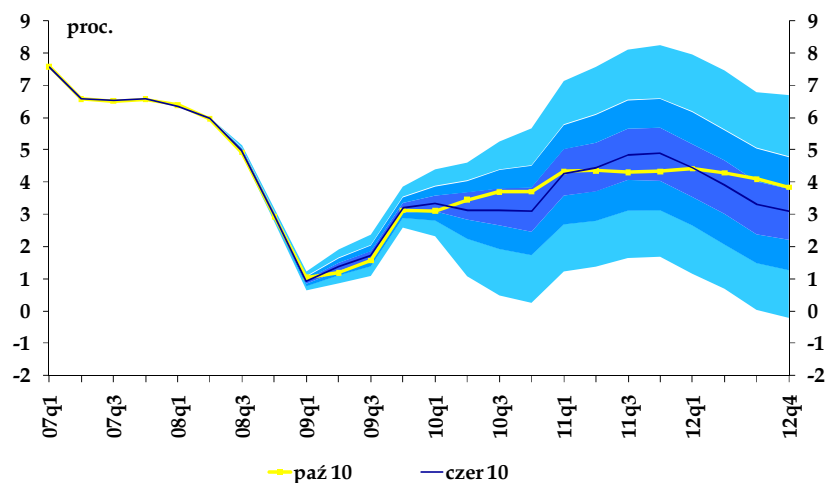
Źródło: NBP.

Projekcja październikowa na tle projekcji czerwcowej

W punkcie startowym bieżącej projekcji (III kw. 2010 r.), a także w jej krótkim horyzoncie, tempo wzrostu PKB ukształtuje się powyżej poziomu prognozowanego w poprzedniej rundzie prognostycznej, przy wyższej dynamice popytu krajowego i niższym wkładzie eksportu netto do wzrostu. W II poł. 2011 r. dynamika PKB ustabilizuje się na poziomie nieco ponad 4% r/r, a więc poniżej wartości z projekcji czerwcowej, co jest konsekwencją wyższego poziomu odniesienia (tj. wyższej dynamiki PKB w bieżącym roku), wzrostu stóp podatkowych (głównie VAT), a także niższego, niż prognozowano w czerwcu tempa wzrostu PKB za granicą i wolniejszego napływu transferów z budżetu UE. W długim horyzoncie projekcji tempo wzrostu obniża się, ale skala spadku jest mniejsza niż w projekcji czerwcowej, czemu sprzyjać będzie lepsza sytuacja na rynku pracy, przekładająca się na wzrost popytu konsumpcyjnego oraz przesunięcie realizacji części inwestycji współfinansowanych ze środków UE z 2011 na 2012 r.

Wykres 4.3

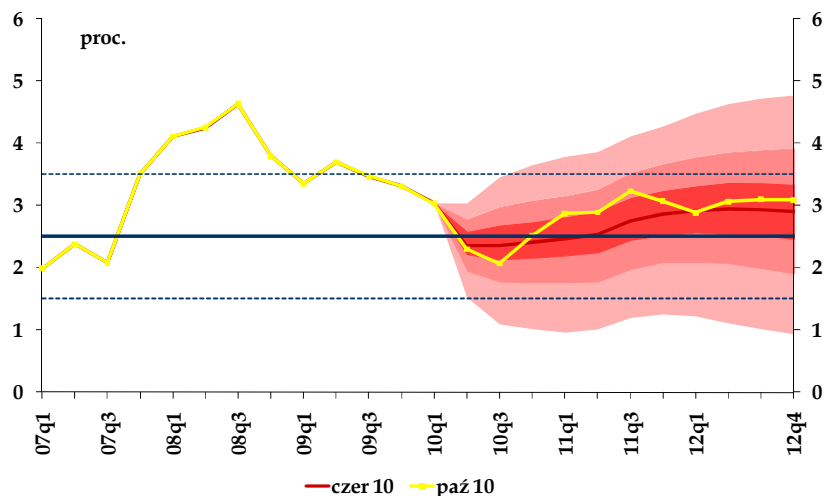
Projekcja październikowa na tle projekcji czerwcowej: PKB.



Źródło: NBP.

Wykres 4.4

Projekcja październikowa na tle projekcji czerwcowej: inflacja CPI.



Źródło: NBP.

W punkcie startowym projekcji inflacja kształtuje się na poziomie 2,1% r/r, tj. o 0,3 pkt. proc. poniżej projekcji czerwcowej, na co złożył się szybszy od oczekiwań spadek inflacji bazowej przy wyższym wzroście cen żywności i zbliżonej dynamice cen energii. Jednak już od IV kw. 2010 r. ceny konsumenta rosną szybciej niż w projekcji czerwcowej, do czego w krótkim horyzoncie projekcji przyczynia się przede wszystkim wyższa inflacja cen żywności spowodowana wzrostem cen surowców rolnych na rynkach światowych, gorszymi niż w roku ubiegłym zbiorami w Polsce oraz wzrostem kosztów wytwarzania w rolnictwie. Ceny energii w całym horyzoncie projekcji kształtują się powyżej wartości z projekcji czerwcowej ze względu na szybszy wzrost cen administrowanych, w tym przede wszystkim cen energii elektrycznej (a także gazu ziemnego), co wynikać będzie m.in. z uwzględnienia w większym stopniu w tych

cenach kosztów związanych z deklarowanymi potrzebami inwestycyjnymi sektora energetycznego. Dodatkowo, w kierunku wyższej inflacji cen energii, a także inflacji bazowej, oddziałują zmiany stawek podatków pośrednich na początku 2011 r. W długim horyzoncie efekt wzrostu stawek podatkowych oraz cen żywności stopniowo wygasa, ale inflacja cen konsumenta utrzymuje się nieco powyżej wielkości z projekcji czerwcowej, do czego przyczyniają się wyższe jednostkowe koszty pracy będące konsekwencją szybszej niż oczekiwano w czerwcu poprawy sytuacji na rynku pracy.

Główne obszary niepewności

Otoczenie zewnętrzne

Otoczenie zewnętrzne pozostaje najważniejszym źródłem niepewności dla projekcji inflacji. W dalszym ciągu dużą zmiennością cechują się prognozy wzrostu gospodarczego dla krajów rozwiniętych. Z jednej strony, wciąż trudna do przewidzenia pozostaje reakcja gospodarek krajów rozwiniętych na nieuniknione wycofywanie się rządów i banków centralnych z polityki silnej stymulacji fiskalnej i monetarnej. Z drugiej strony, utrzymuje się wysoka niepewność na światowych rynkach finansowych (w tym na rynku walutowym), na co wpływ w ostatnim okresie miały rosnące obawy związane ze skutkami narastającego zadłużenia krajów rozwiniętych oraz przyszłą polityką walutową największych gospodarek świata. Dodatkowym źródłem niepewności pozostaje stopień przełożenia rosnącego popytu ze strony gospodarki światowej, a także uwarunkowań podażowych, na kształtowanie się cen surowców rolnych i surowców energetycznych.

Kurs walutowy

Utrzymuje się, sygnalizowana w poprzednich rundach progностycznych, niepewność związana z kształtowaniem się kursu złotego. Z jednej strony, wysoki deficyt finansów publicznych oraz możliwość ewentualnego przekroczenia przez dług publiczny kolejnych progów ostrożnościowych stwarza ryzyko osłabienia się kursu złotego, zwłaszcza przy utrzymującej się niepewności na światowych rynkach finansowych. Z drugiej strony, relatywnie wysoki na tle krajów regionu i krajów strefy euro wzrost gospodarczy w Polsce może – w warunkach utrzymującej się nadpłynności na światowych rynkach finansowych – zintensyfikować napływ inwestycji bezpośrednich i portfelowych z zagranicy i przyczynić się do aprecjacji waluty krajowej.

Ceny żywności i energii w Polsce

W związku z istotnym wpływem regulacji na kształtowanie się cen energii i żywności, podobnie jak w poprzednich rundach progностycznych pozostają one istotnym źródłem ryzyk dla inflacji. Znacząca niepewność związana jest z przyszłą polityką Unii Europejskiej w zakresie ochrony środowiska (w tym implementacji standardów dotyczących emisji dwutlenku węgla) oraz działaniami regulacyjnymi na rynku żywności. Ponadto na ceny energii wpływać będzie polityka taryfowa URE wobec wysokich deklarowanych potrzeb inwestycyjnych sektora energetycznego w Polsce.

Polityka fiskalna

Polityka fiskalna pozostaje ważnym czynnikiem ryzyka dla przyszłej inflacji i PKB, zwłaszcza w długim horyzoncie projekcji. Reakcją na wzrost zadłużenia sektora finansów publicznych (SFP) mogą być kolejne zmiany systemowe, zwiększające wpływy i ograniczające wydatki tego sektora w 2012 r. W konsekwencji rośnie prawdopodobieństwo ukształtowania się PKB poniżej ścieżki centralnej, natomiast wpływ zmian polityki fiskalnej na inflację CPI obarczony jest dużą niepewnością, gdyż w zależności od przyjętych rozwiązań może być czynnikiem oddziaływującym w kierunku wyższych bądź niższych cen konsumenta. Dodatkowym ryzykiem dla poziomu PKB w horyzoncie projekcji jest kształtowanie się inwestycji SFP łączące się ze stopniem wykorzystania przez sektor publiczny środków UE.

Omówienie danych, które napłynęły po 17 września 2010 r.

Dane, które napłynęły na przełomie września i października (w tym oczekiwania na późniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej przez FED), zwiększają prawdopodobieństwo ukształtowania się efektywnego kursu złotego poniżej ścieżki centralnej, co może obniżyć stopę inflacji w krótkim horyzoncie projekcji. W przeciwnym kierunku oddziałuje, towarzyszący osłabieniu dolara, wzrost indeksu cen surowców energetycznych, na co złożyły się wyższe notowania ropy naftowej i węgla kamiennego na rynkach światowych.

Podsumowanie ryzyk projekcji inflacji i PKB

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans ryzyk jest zrównoważony dla inflacji, natomiast w przypadku wzrostu PKB, czynniki ryzyka wskazują na możliwość ukształtowania się tej zmiennej poniżej ścieżki centralnej. Główne ryzyka dla inflacji związane są z kształtowaniem się kursu złotego, zarówno względem euro jak i dolara. Kurs walutowy pozostaje także istotnym źródłem niepewności dla wzrostu gospodarczego. Wciąż istotne ryzyka wiążą się z rozwojem sytuacji za granicą. Łączą się one z szybkością wychodzenia gospodarki światowej z fazy recesji oraz ze skalą zacieśniania polityki fiskalnej i monetarnej w krajach rozwiniętych. Na możliwość ukształtowania się PKB poniżej ścieżki centralnej wpływa ryzyko niższego od oczekiwań wykorzystania środków UE oraz możliwego zacieśnienia polityki fiskalnej.

Tabela 4.2

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2009	2010	2011	2012
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	3,5	2,5	3,0	3,0
Ceny żywności (% r/r)	4,1	2,5	4,0	3,3
Ceny energii (% r/r)	5,5	5,9	5,1	5,2
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,7	1,6	2,1	2,3
PKB (% r/r)	1,7	3,5	4,3	4,2
Popyt krajowy (% r/r)	-1,0	3,5	4,5	4,4
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,1	2,9	3,4	3,2
Spożycie zbiorowe (% r/r)	1,8	2,5	2,0	2,9
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-1,1	-1,6	8,2	8,5
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	2,9	-0,1	-0,3	-0,3
Eksport (% r/r)	-7,9	12,3	8,6	9,2
Import (% r/r)	-13,6	12,2	9,0	9,6
Place brutto (% r/r)	5,2	4,1	5,4	6,6
Liczba pracujących (% r/r)	0,4	0,6	1,0	0,6
Stopa bezrobocia (%)	8,3	9,6	9,4	8,9
NAWRU (%)	10,6	10,8	11,3	11,9
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,0	55,7	56,0	55,9
Wydaźność pracy (% r/r)	1,3	2,8	3,4	3,6
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	3,7	1,0	1,9	2,9
Produkt potencjalny (% r/r)	4,3	3,6	3,0	3,0
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,8	-0,9	0,4	1,6
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2008=1,00)	0,84	0,95	0,91	0,89
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2008=1,00)	0,54	0,70	0,74	0,79
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,4	0,6	1,4	2,0
PKB za granicą (% r/r)	-4,0	1,6	1,5	1,9
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	0,0	-1,4	-2,0	-1,2
WIBOR 3M (%)	4,32	3,83	3,73	3,73

Źródło: NBP.

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

Rozdział 5

Wyniki głosowań RPP w okresie maj - sierpień 2010 r.

- **Data:** 18 maja 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2010 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2009.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: P. Wiesiołek
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak

Przeciw:

- **Data:** 18 maja 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 5/2010 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2009.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: P. Wiesiołek
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak

Przeciw:

- **Data:** 24 maja 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2010 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2009 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: P. Wiesiołek
E. Chojna-Duch
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

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

- **Data:** 30 czerwca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o utrzymanie dotychczasowego sformułowania w komunikacie odnoszącego się do nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej, czyli zachowania następującego zapisu: „Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego za zbliżone”.

Decyzja RPP:

Wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

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

- **Data:** 30 czerwca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o zmianę nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na restrykcyjne, zgodnie z propozycją zapisu: „Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja ukształtuje się poniżej celu inflacyjnego”.

Decyzja RPP:

Wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
J. Hausner
A. Rzońca

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

- **Data:** 30 czerwca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Propozycja korekty fragmentu dotyczącego nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej i zamieszczenia w komunikacie zapisu o następującym brzmieniu: „Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej celu inflacyjnego za rosnące”.

Decyzja RPP:

Wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Rzońca

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

- **Data:** 30 czerwca 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Propozycja dotycząca zastąpienia w komunikacie dotychczasowego zapisu zawierającego ocenę prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego, zdaniem o następującym brzmieniu: „Rada przeprowadziła dyskusję nad czynnikami, które w średnim okresie mogą wzmacniać presję inflacyjną”.

Decyzja RPP:

Wniosek został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca

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

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/DOR/2010 w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2010, 2011 i 2012.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
Z. Gilowska
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak

Przeciw: E. Chojna-Duch
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

- **Data:** 24 sierpnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej banków z 3% do 3,5%.

Decyzja RPP:

Wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak

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

- **Data:** 24 sierpnia 2010 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Rzońca

Przeciw: M. Belka
E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Kaźmierczak
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka