Raport o inflacji
Luty 2009

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, Luty 2009

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

Spis treści

Synteza **5**

Przebieg procesów inflacyjnych **11**
1.1 Wskaźniki inflacji 11
1.2 Oczekiwania inflacyjne 21

Determinanty inflacji **23**
2.1 Popyt 23
2.1.1 Popyt konsumpcyjny 25
2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych 27
2.1.3 Popyt inwestycyjny 28
2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących 30
2.2 Produkcja 34
2.3 Rynek pracy 35
2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie 35
2.3.2 Płace i wydajność 38
2.4 Inne koszty i ceny 39
2.4.1 Ceny zewnętrzne 39
2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej 41
2.5 Rynki finansowe 42
2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe 42
2.5.2 Kurs walutowy 50
2.5.3 Kredyt i pieniądz 51

Polityka pieniężna w okresie październik 2008 r. – luty 2009 r. **59**

Projekcja inflacji i PKB **77**

Załącznik: Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od września do grudnia 2008 r. **91**

Synteza

Od październikowego *Raportu* istotnie zmieniła się sytuacja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Nasileniu zaburzeń na rynkach finansowych i związanemu z tym wzrostowi awersji do ryzyka towarzyszyło silne osłabienie wzrostu gospodarki światowej, a także znaczące rewizje prognoz jej wzrostu. Obniżenie bieżącego i prognozowanego wzrostu gospodarczego dotyczyło zarówno krajów rozwiniętych, jak i krajów rozwijających się, w tym krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Pogorszenie globalnej koniunktury przyczyniło się do znacznego spadku cen surowców, co wraz z osłabieniem zagregowanego popytu wpłynęło na spadek inflacji w większości krajów. Obserwowane od październikowego *Raportu* zmiany w gospodarce światowej wpłynęły także na przebieg procesów gospodarczych w Polsce.

Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w ciągu ostatnich czterech miesięcy 2008 r. obniżyło się do 3,3% w grudniu, tj. poniżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP. Według wstępnych danych GUS roczna inflacja w styczniu 2009 r. uległa dalszemu obniżeniu do 3,1%. Zgodnie z oczekiwaniami formułowanymi w poprzednim *Raporcie*, obniżaniu inflacji sprzyjał spadek cen surowców na rynkach światowych, w tym cen surowców energetycznych oraz rolno-spożywczych.

W kierunku obniżenia wskaźnika inflacji w okresie październik–grudzień 2008 r. oddziaływał przede wszystkim spadek cen paliw wynikający z silnego spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych. Do obniżenia inflacji w tych miesiącach przyczynił się również spadek dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, który można wiązać ze spadkiem cen surowców rolno-spożywczych na rynkach światowych oraz z ujemnymi efektami bazy, związanymi z silnym wzrostem cen żywności w drugiej połowie 2007 r. Utrzymało się też dezinflacyjne oddziaływanie spadku cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania.

W okresie październik–grudzień 2008 r. obniżyło się pięć z sześciu miar inflacji bazowej. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii, po ustabilizowaniu się na poziomie 2,9% w okresie wrzesień–listopad ub.r., w grudniu ub.r. nieznacznie się obniżyła (do 2,8%).

W okresie październik 2008 r.–styczeń 2009 r. oczekiwania inflacyjne analityków bankowych i osób prywatnych stopniowo się obniżały. Prognozy inflacyjne analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy spadły z 3,2% w październiku ub.r. do 2,2% w lutym br. W badaniach ankietowych oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych odsetek respondentów, którzy oczekują, że w ciągu najbliższych miesięcy ceny będą rosły szybciej lub w takim samym tempie jak w momencie przeprowadzania badania, zmniejszył się z 76% w październiku 2008 r. do 74% w lutym br. Natomiast zobiektywizowana miara oczekiwań

inflacyjnych osób prywatnych zmniejszyła się z 5,2% w październiku ub.r. do 3,4% w lutym br.

W III kw. 2008 r. pogłębiły się spadki cen importu wyrażonych w PLN, do czego przyczyniły się opóźnione efekty aprecjacji nominalnego kursu złotego w I poł. 2008 r. Umocnienie złotego z jednej strony osłabiło wpływ silnego wzrostu cen ropy na ceny importu, z drugiej strony przyczyniło się do pogłębienia spadków cen pozostałych towarów importowanych traktowanych łącznie. Wobec silniejszego obniżenia się cen eksportu niż cen importu w III kw. 2008 r. nastąpiło dalsze pogorszenie *terms of trade*.

Silny spadek cen ropy zapoczątkowany w III kw. 2008 r. sprawił, że w IV kw. ub.r. ceny tego surowca były niższe niż rok wcześniej. Deprecjacja złotego w tym okresie spowodowała jednak, że skala spadku cen wyrażonych w PLN była znacznie mniejsza niż w przypadku cen wyrażonych w USD. Do końca 2008 r. kontynuowany był silny spadek cen ropy naftowej, któremu towarzyszyło obniżenie jej cen prognozowanych. Po przejściowym wzroście cen ropy w I poł. stycznia 2009 r. nastąpiła ich stabilizacja na poziomie powyżej 40 USD/b.

W IV kw. 2008 r. odnotowano wzrost dynamiki PPI do 2,5% r/r. W wyniku osłabienia kursu złotego, które spowodowało wzrost dynamiki cen producenta dla dóbr eksportowanych, zmniejszyła się różnica pomiędzy dynamiką PPI na rynku krajowym a dynamiką PPI ogółem (z ponad 3 pkt proc. w III kw. 2008 r. do 0,6 pkt proc. w IV kw. ub.r.). Najwyższą dynamikę cen producenta odnotowano w sekcji *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę*, która miała jednocześnie największy wkład w dynamikę PPI ogółem. Podobnie jak w III kw. 2008 r., na wysokim poziomie kształtowała się dynamika cen produkcji w *górnictwie*. Pomimo dużego udziału *przetwórstwa przemysłowego* w produkcji przemysłowej, ze względu na niską dynamikę cen producenta, wpływ tej sekcji na roczną dynamikę PPI był stosunkowo niewielki.

Według wstępnych szacunków GUS, w 2008 r. PKB wzrósł o 4,8%, co implikuje wzrost PKB w IV kw. 2008 r. o ok. 2,9% r/r (wobec 4,8% r/r w III kw. ub.r.), tj. poniżej oczekiwań z poprzedniego *Raportu*. Spożycie indywidualne pozostało w II poł. 2008 r. głównym czynnikiem wzrostu PKB, natomiast dynamika inwestycji istotnie spadła. W wyniku recesji za granicą i znaczącego spowolnienia wzrostu gospodarczego w kraju, w IV kw. ub.r. silnie obniżyła się dynamika zarówno eksportu, jak i importu, a wkład eksportu netto do wzrostu PKB był bliski zera.

Według szacunków GUS w III kw. 2008 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego obniżyło się do 5,1% r/r (wobec 5,5% r/r w II kw. 2008 r.). Spożycie publiczne w III kw. 2008 r. nie uległo zmianie w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Implikowana na podstawie rocznego szacunku GUS dynamika spożycia indywidualnego w IV kw. 2008 r. wyniosła ok. 5,3% r/r. W III kw. 2008 r. miało miejsce wyraźne osłabienie tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe – do 3,5% r/r wobec 15,7% r/r w I kw. 2008 r. oraz 15,2% r/r w II kw. ub.r. Implikowana na podstawie rocznego szacunku GUS dynamika nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. 2008 r. wyniosła ok. 3,6% r/r.

Wartość dodana brutto wzrosła w III kw. 2008 r. o 4,7% r/r, zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*. Wstępne szacunki GUS za 2008 r. wskazują, że implikowane tempo wzrostu wartości dodanej brutto w IV kw. ub.r. obniżyło się do ok. 3,4% r/r. W III kw. 2008 r. zmniejszyły się wkłady przemysłu, budownictwa i usług rynkowych do wzrostu wartości dodanej ogółem, przy czym największy spadek odnotował wkład tej pierwszej kategorii. Usługi rynkowe pozostały głównym czynnikiem wzrostu wartości dodanej brutto. Zgodnie

z danymi implikowanymi na podstawie wstępnych szacunków GUS za 2008 r., w IV kw. ub.r. tendencja ta utrzymała się, a wkład przemysłu do wzrostu wartości dodanej brutto był po raz pierwszy od 2002 r. ujemny.

W III kw. 2008 r. deficyt obrotów bieżących był większy niż w analogicznym okresie III kw. 2007 r. Przyczynił się do tego przede wszystkim wzrost ujemnego salda obrotów towarowych oraz deficytu dochodów, w przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost nadwyżek salda usług oraz salda transferów. W relacji do PKB deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kwartałów) zwiększył się nieznacznie do 5,2% (wobec 5,1% po II kw. i 4,4% po III kw. 2007 r.). Z kolei łączny deficyt rachunku bieżącego i kapitałowego w relacji do PKB wzrósł w III kw. 2008 r. do 3,7% (wobec 3,5% po II kw. 2008 r.); w analogicznym okresie 2007 r. relacja ta wyniosła 3,5%. Szacunki dotyczące IV kw. 2008 r. wskazują na dalsze zwiększenie się deficytu na rachunku obrotów bieżących, do czego w największym stopniu przyczyniało się zmniejszenie dodatniego salda transferów. Kontynuowana była również tendencja do pogłębiania się deficytu obrotów towarowych. Ocenia się, że po IV kw. ub.r. relacja deficytu obrotów bieżących do PKB wzrosła do 5,4%, a relacja deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB – do 4,3%.

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, w 2008 r. dochody budżetu państwa wyniosły 254,1 mld zł, wydatki 278,7 mld zł, a deficyt 24,6 mld zł. Deficyt budżetowy był zatem nieco niższy od zapisanej w *Ustawie budżetowej na rok 2008* wielkości 27,1 mld zł. Na wielkość deficytu w całym 2008 r. w istotnym stopniu wpłynął bardzo wysoki deficyt w IV kw. ub.r., który wynikał przede wszystkim z niższych niż oczekiwano dochodów podatkowych w tym kwartale. Zgodnie z szacunkami Ministerstwa Finansów przedstawionymi w *Programie Konwergencji. Aktualizacja grudzień 2008*, w 2008 r. deficyt sektora finansów publicznych (według metodologii ESA'95) wyniósł prawdopodobnie 2,7% PKB, wobec planowanego na ub.r. deficytu na poziomie 2,5% PKB oraz zrealizowanego w 2007 r. deficytu w wysokości 2,0% PKB. Pogłębienie nierównowagi fiskalnej w 2008 r. wynikało z pogorszenia się warunków makroekonomicznych (znaczącego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego), a także z wprowadzenia zmian systemowych, przede wszystkim kontynuowanej redukcji klina podatkowego.

W III kw. 2008 r. nadal szybko rósł popyt na pracę, natomiast w IV kw. nastąpiło jego wyhamowanie. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w III kw. 2008 r. utrzymało się na zbliżonym poziomie do odnotowanego w II kw. ub.r., a w IV kw. 2008 r. zaczęło się obniżać. Osłabienie popytu na pracę w ostatnich miesiącach ub.r. znalazło także odzwierciedlenie w spadku liczby ofert pracy zgłaszanych przez przedsiębiorców do urzędów pracy oraz w zdecydowanym zmniejszeniu się problemów z zatrudnieniem zgłaszanych przez pracodawców. Wzrost liczby pracujących w całej gospodarce w III kw. 2008 r. w dalszym ciągu przyczyniał się do spadku bezrobocia – stopa bezrobocia według BAEL obniżyła się do najniższego poziomu od początku prowadzenia badań (6,6%), a stopa bezrobocia rejestrowanego do ok. 9%. O ile niewielki wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego pod koniec 2008 r. (do 9,5% w grudniu) był spowodowany przede wszystkim czynnikami sezonowymi, to wstępne dane za styczeń 2009 r. (10,5%) wskazują na istotny wzrost bezrobocia niezwiązany z czynnikami sezonowymi, co potwierdza pogorszenie się sytuacji na rynku pracy. W III kw. 2008 r. nadal rosła podaż pracy – liczba osób aktywnych zawodowo wzrosła o 0,9% r/r do 17 122 tys. (po wzroście o 0,8% r/r w II kw. 2008 r.). Od początku 2008 r. zwiększał się również współczynnik aktywności zawodowej ogółem (w III kw. 2008 r. o 0,5 pkt. proc. r/r do 54,6%), przy czym szczególnie wysoki wzrost odnotowano w grupach

osób w wieku 35-44 oraz 45-60/65 lat. Może to oznaczać, że z jednej strony dobra sytuacja na rynku pracy przyczyniła się do aktywizacji zawodowej osób starszych, a z drugiej strony, że powróciły do Polski z emigracji zarobkowej osoby bardziej aktywne w zakresie podejmowania lub poszukiwania pracy.

W IV kw. 2008 r. dynamika nominalnych wynagrodzeń po raz kolejny obniżyła się zarówno w gospodarce (do 6,8% r/r wobec 9,8% r/r w III kw. ub.r.), jak i w sektorze przedsiębiorstw (do 7,0% r/r wobec 10,4% r/r w III kw. ub.r.). Spadek rocznego tempa wzrostu wynagrodzeń w IV kw. ub.r. był znaczący – w przypadku wynagrodzeń gospodarce był to najsilniejszy spadek odnotowany od II kw. 2000 r. – i będzie prawdopodobnie kontynuowany w kolejnych kwartałach. W III kw. 2008 r. dynamika wydajności pracy obniżyła się w stosunku do II kw. ub.r. (1,1% r/r wobec 2,2% r/r), co wynikało ze spadku dynamiki PKB przy stabilnym wzroście liczby pracujących. W efekcie większego obniżenia się dynamiki wynagrodzeń niż wydajności pracy tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w III kw. ub.r. zmniejszyło się w stosunku do poprzedniego kwartału (8,6% r/r wobec 9,2% r/r). W grudniu 2008 r. dynamika jednostkowych kosztów pracy obniżyła się również w przedsiębiorstwach przemysłowych, choć w całym IV kw. ub.r. była ona nadal wysoka, co związane było przede wszystkim z procyklicznym kształtowaniem się wydajności pracy w przemyśle.

Od publikacji ostatniego *Raportu* większość banków centralnych istotnie obniżyła stopy procentowe. Fed obniżył główną stopę procentową łącznie o 125 punktów bazowych do poziomu 0,00%–0,25%. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego obecnie oczekuje się, że w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy stopa funduszy federalnych zostanie utrzymana na niezmienionym poziomie. Od końca października 2008 r. EBC obniżył główną stopę procentową łącznie o 175 punktów bazowych do poziomu 2,00%. Aktualne notowania rynku terminowego wskazują na oczekiwania dalszego spadku oprocentowania w strefie euro do poziomu 1,00% w I poł. 2009 r. W Polsce w ślad za zmianami stóp procentowych NBP nastąpiła istotna zmiana oczekiwań wobec przyszłej wysokości stopy referencyjnej. Analitycy rynkowi oczekują głównej stopy NBP w grudniu 2009 r. na poziomie 3,00%, podczas gdy jeszcze w listopadowej ankiecie oczekiwali oni obniżenia stopy referencyjnej do poziomu 5,00% (mediana) w horyzoncie rocznym.

Od publikacji ostatniego *Raportu* rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro znacząco się obniżyły ze względu na niepewność dotyczącą głębokości i trwałości recesji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Od początku br. rentowności zaczęły ponownie wzrastać, po czym ponownie spadły w lutym br. Po gwałtownym wzroście w II poł. października 2008 r., rentowności polskich obligacji znacząco się obniżyły w okresie od II poł. listopada do poł. stycznia br., następnie jednak ponownie istotnie wzrosły.

Sytuacja na krajowym rynku akcji odzwierciedlała nastroje panujące na rynkach międzynarodowych. We wrześniu i październiku 2008 r. na GPW miała miejsce gwałtowna przecena, której towarzyszył znaczny odpływ zagranicznych inwestycji portfelowych. Na przełomie października i listopada nastąpił dynamiczny wzrost kursów akcji. Październikowe spadki i następujące po nich wzrosty z przełomu października i listopada wyznaczyły przedział, w ramach którego ceny akcji poruszały się do początku lutego br. Jednak w połowie lutego ceny akcji spadły do poziomu najniższego od lipca 2003 r.

W II poł. 2008 r. na największych rynkach nieruchomości występowała tendencja do pogłębiania się nierównowagi pomiędzy rosnącą podażą mieszkań a popytem na nie. Głównymi czynnikami nierównowagi były nadal relatywnie wysokie ceny mieszkań oraz rosnące koszty i ograniczana dostępność kredytów mieszkaniowych. Istotną rolę odgrywały rów-

nież oczekiwania na spadki cen. W konsekwencji, według informacji rynkowych, liczba mieszkań sprzedanych w 2008 r. była znacząco niższa od tej z 2007 r. W sytuacji rosnącej podaży skutkowało to narastaniem liczby niesprzedanych mieszkań, a w połączeniu z wystawianymi na sprzedaż mieszkaniami zakupionymi w celach spekulacyjnych powoduje obecnie silną presję na obniżki cen. W II poł. 2008 r. ofertowe ceny mieszkań zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym wykazywały niewielką tendencję spadkową. Według danych dostępnych dla siedmiu największych rynków miejskich, w 2008 r. nastąpił również nieznaczny spadek cen transakcyjnych na rynku wtórnym.

Od lipca 2008 r. nastąpiło znaczące osłabienie nominalnego kursu złotego zarówno wobec euro, jak i wobec dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego. W tym czasie obserwowane było również istotne osłabienie innych walut regionu, tj. forinta węgierskiego oraz korony czeskiej, choć skala deprecjacji tych walut była mniejsza niż w przypadku złotego.

Ze względu na zaostrzenie przez banki polityki kredytowej oraz obniżenie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw związane z pogorszeniem koniunktury, roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw w styczniu 2009 r. w porównaniu z wrześniem ub.r. spadło o 5,1 pkt. proc., pozostając jednak na relatywnie wysokim poziomie (22,1% r/r). W przypadku kredytów dla gospodarstw domowych, w styczniu 2009 r. nastąpiło obniżenie ich dynamiki (do 32,3% r/r, tj. o 5,5 pkt. proc. mniej niż we wrześniu ub.r.). Decydujące znaczenie dla dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych miały zmiany zachodzące w segmencie kredytów mieszkaniowych. Niekorzystne warunki po stronie podaży kredytów wynikały z zaostrzenia polityki kredytowej banków, przy czym najistotniejszym ograniczeniem było silne zmniejszenie – począwszy od października 2008 r. – dostępności kredytów denominowanych we frankach szwajcarskich, co jest odzwierciedlone w zmianie struktury nowoudzielonych kredytów.

Na posiedzeniu w październiku 2008 r. Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie. Na posiedzeniu w listopadzie ub.r. Rada obniżyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc., a na posiedzeniach w grudniu 2008 r. i w styczniu 2009 r. o 0,75 pkt. proc. Na posiedzeniu w lutym br. Rada Rada ponownie obniżyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych RPP (ang. *minutes*) w październiku, listopadzie i grudniu 2008 r. oraz w styczniu 2009 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady* w lutym br. umieszczone są w rozdziale "Polityka pieniężna w okresie październik 2008 r. – luty 2009 r." *Opis dyskusji* na lutowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 19 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

W rozdziale IV *Raportu* przedstawiono przygotowaną przez analityków NBP projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Przy założeniu niezmienionych stóp procentowych prognozowana inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się w przedziale 2,5–3,9% w 2009 r. (wobec 3,9–5,7% w projekcji październikowej), 0,5–3,2% w 2010 r. (wobec 1,9–4,5%) oraz –0,9–2,6% w 2011 r. (projekcja październikowa nie obejmowała 2011 r.). Natomiast roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z lutową projekcją znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,3–1,9% w 2009 r. (wobec 1,9–3,7% w projekcji październikowej), 1,2–3,3% w 2010 r. (wobec 2,7–4,5%) oraz 2,5–4,8% w 2011 r.

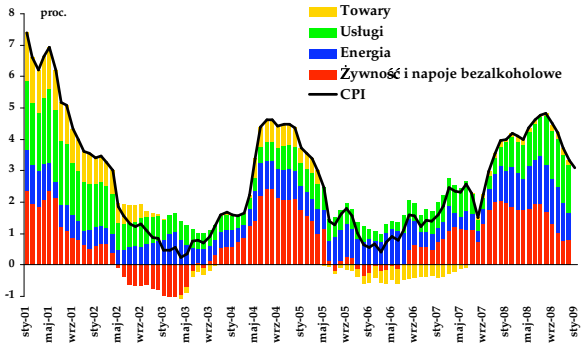
Przebieg procesów inflacyjnych

1.1 Wskaźniki inflacji

Roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce w ciągu ostatnich czterech miesięcy 2008 r. obniżyło się do 3,3% w grudniu, tj. poniżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP (Wykres 1.1). Według wstępnych danych GUS[1] roczna inflacja w styczniu 2009 r. uległa dalszemu obniżeniu do 3,1%. Zgodnie z oczekiwaniami formułowanymi w poprzednim *Raporcie*, obniżaniu inflacji sprzyjał spadek cen surowców na rynkach światowych, w tym cen surowców energetycznych oraz rolno-spożywczych.

W kierunku obniżenia wskaźnika inflacji w okresie październik–grudzień 2008 r. oddziaływał przede wszystkim spadek cen paliw wynikający z silnego spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych. Do obniżenia inflacji w tych miesiącach przyczynił się również spadek dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, który można wiązać ze spadkiem cen surowców rolno-spożywczych na rynkach światowych oraz z ujemnymi efektami bazy, związanymi z silnym wzrostem cen żywności w drugiej połowie 2007 r. Utrzymało się też dezinflacyjne oddziaływanie spadku cen towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji, których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania.

⊡ **Wykres 1.1:**
Zmiany CPI i głównych kategorii cen.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

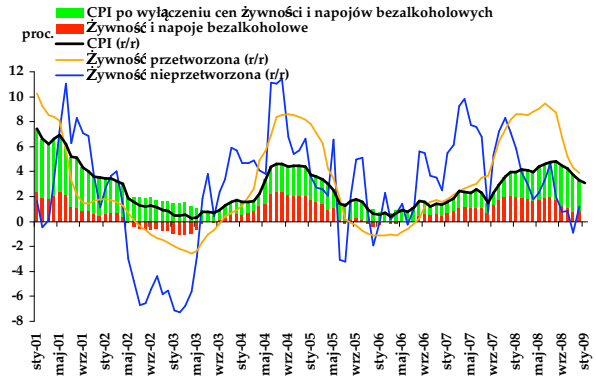
[1] Dane o inflacji w styczniu 2009 r., opublikowane przez GUS w lutym, mają charakter wstępny i zostaną zrewidowane w marcu br. w związku ze zmianą wag w koszyku CPI, przeprowadzaną na początku każdego roku. Ze względu na ograniczony zasób informacji dotyczących kształtowania się cen poszczególnych grup towarów i usług konsumpcyjnych w styczniu, analiza przedstawiona w *Raporcie* obejmuje okres do końca 2008 r.

Do ograniczenia spadku inflacji w analizowanym okresie przyczyniła się natomiast obserwowana od sierpnia ub.r. silna deprecjacja kursu złotego oraz wysoki wzrost cen regulowanych, w tym krajowych cen nośników energii, których dynamika z opóźnieniem reaguje na spadki cen surowców energetycznych na świecie.

Czynniki globalne, które oddziaływały w kierunku spadku inflacji w Polsce, przyczyniły się także do znaczącego obniżenia inflacji w wielu krajach na świecie (Tabela 1.1).

W najbliższych miesiącach można oczekiwać, że wskaźnik inflacji będzie się kształtował w przedziale odchyleń od celu inflacyjnego NBP. Z jednej strony będzie temu sprzyjał niski poziom cen surowców i ograniczenie krajowej presji popytowej. Z drugiej jednak strony spadek inflacji będzie ograniczany przez skutki obserwowanej deprecjacji kursu złotego oraz wzrost cen regulowanych, w tym cen energii.

□ **Wykres 1.2:**
Zmiany CPI i głównych kategorii cen – żywność i napoje bezalkoholowe.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych

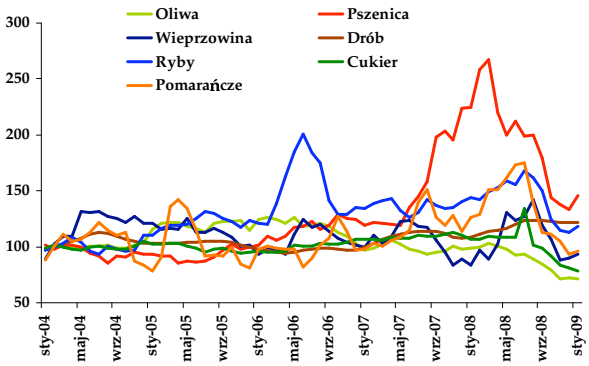
Roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych była w IV kw. 2008 r. wyraźnie niższa niż w poprzednim kwartale, przy czym po spadkach w październiku i listopadzie, stanowiących kontynuację tendencji obserwowanej w poprzednich miesiącach, w grudniu odnotowano nieznaczny wzrost tej dynamiki (Wykres 1.2). Największy wpływ na spadek dynamiki cen żywności ogółem w analizowanym okresie miało obniżenie się dynamiki cen żywności przetworzonej. Przyczynił się do tego z jednej strony ujemny efekt bazy związany z wyjątkowo silnym wzrostem cen tej grupy produktów jesienią 2007 r., a z drugiej – silny spadek cen surowców rolnych w Polsce i na świecie (Wykres 1.3[2]), spadek krajowych cen paliw oraz wyhamowanie tempa wzro-

[2]Spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych w ostatnim kwartale 2008 r. nastąpił m.in. wskutek korzystnej sytuacji podażowej na świecie, silnej konkurencji cenowej pomiędzy głównymi eksporterami, spadku cen ropy naftowej i innych nośników energii (co obniżyło koszty produkcji i transportu surowców rolnych i żywności oraz przyczyniło się do spadku popytu na biopaliwa), a także wskutek oczekiwanego obniżenia popytu na surowce w związku z negatywnym oddziaływaniem światowego kryzysu finansowego na aktywność w gospodarce światowej.

stu popytu na żywność[3]. Zmiany rocznej dynamiki cen żywności nieprzetworzonej w analizowanym okresie były różnokierunkowe, jednak średnio w ostatnim kwartale ub.r. dynamika ta była wyraźnie niższa niż w III kw. ub.r., do czego przyczyniła się przede wszystkim korzystniejsza od oczekiwań sytuacja podażowa na rynku owoców. Czynnikiem łagodzącym spadek dynamiki cen żywności ogółem w IV kw. ub.r. mogło być osłabienie kursu złotego.

Można oczekiwać, że wzrost rocznej dynamiki cen żywności w grudniu ub.r. miał charakter przejściowy i że w ciągu najbliższych kilku miesięcy dynamika ta będzie się stopniowo obniżać. Sprzyjać temu będzie oczekiwana stabilizacja na niskim poziomie cen surowców rolno-spożywczych na rynkach światowych.

□ **Wykres 1.3:**
Ceny surowców rolnych na rynkach światowych (I kw. 2004 = 100).



Źródło: Dane IMF, obliczenia NBP.

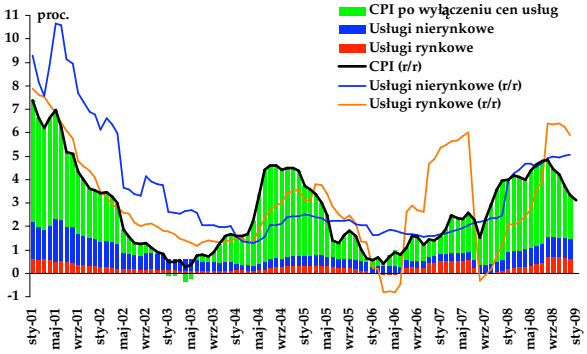
Ceny usług

W analizowanym okresie dynamika cen usług utrzymywała się na wysokim poziomie ok. 5,5% r/r. Roczne tempo wzrostu tych cen obniżyło się jednak nieznacznie, na co złożył się spadek dynamiki cen usług rynkowych i nieznaczny wzrost dynamiki cen usług nierynkowych (Wykres 1.4).

Do obniżenia rocznej dynamiki cen usług rynkowych przyczyniło się przede wszystkim słabsze roczne tempo wzrostu cen w kategorii *restauracje i hotele* oraz cen usług internetowych. Obniżenie dynamiki cen usług rynkowych można najprawdopodobniej wiązać ze spadkami cen surowców na świecie oraz z osłabieniem krajowej presji popytowej.

Do utrzymania rocznej dynamiki cen usług nierynkowych na wysokim poziomie przyczynił się natomiast dalszy wzrost cen usług związanych z utrzymaniem mieszkania, w tym cen regulowanych przez instytucje samorządowe (usługi wodociągowe i kanalizacyjne) oraz wzrost cen usług związanych z transportem.

□ **Wykres 1.4:**
Zmiany CPI i głównych kategorii cen – usługi.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

[3]Roczne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w grupie *żywności, napojów i wyrobów tytoniowych* (w cenach stałych) w II poł. 2008 r. wyraźnie się zmniejszyło, przyjmując od czerwca do listopada wartości ujemne.

Tabela 1.1: Roczne wskaźniki CPI w wybranych krajach.

Zmiana r/r (w proc.)	2008											
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
Austria	3,2	3,2	3,5	3,3	3,7	3,9	3,8	3,7	3,8	3,1	2,3	1,3
Belgia	3,5	3,6	4,4	4,2	5,2	5,8	5,9	5,4	5,5	4,7	3,1	2,6
Finlandia	3,9	3,7	3,8	3,5	4,2	4,3	4,4	4,7	4,7	4,4	3,6	3,5
Francja	2,8	2,8	3,2	3,0	3,3	3,6	3,6	3,2	3,0	2,7	1,6	1,0
Grecja	3,9	4,4	4,4	4,4	4,9	4,9	4,9	4,7	4,6	3,9	2,9	2,0
Hiszpania	4,3	4,4	4,5	4,2	4,6	5,0	5,3	4,9	4,5	3,6	2,4	1,4
Holandia	2,0	2,2	2,2	2,0	2,3	2,6	3,2	3,2	3,1	2,8	2,3	1,9
Irlandia	4,3	4,8	5,0	4,3	4,7	5,0	4,4	4,3	4,3	4,0	2,5	1,1
Luksemburg	3,3	3,1	3,5	3,5	4,0	4,3	4,9	4,0	4,0	3,3	2,0	1,1
Niemcy	2,8	2,8	3,1	2,4	3,3	3,3,	3,3	3,1	2,9	2,4	1,4	1,1
Portugalia	2,9	2,9	3,1	2,5	2,8	3,4	3,1	3,0	3,1	2,3	1,4	0,8
Słowacja	3,8	4,0	4,2	4,3	4,6	4,6	4,8	5,0	5,4	5,1	4,9	4,4
Słowenia	6,4	6,5	6,9	6,5	6,4	7,0	6,9	6,0	5,5	4,9	3,1	2,1
Włochy	3,0	2,9	3,3	3,3	3,6	3,8	4,1	4,1	3,8	3,5	2,7	2,2
Stany Zjednoczone	4,3	4,0	4,0	3,9	4,2	5,0	5,6	5,4	4,9	3,7	1,1	0,1
Chiny	7,1	8,7	8,3	8,5	7,7	7,1	6,3	4,9	4,6	4,0	2,4	1,2
Dania	2,9	3,1	3,1	3,2	3,4	3,8	4,0	4,3	4,2	3,7	2,7	2,4
Szwecja	3,2	3,1	3,4	3,3	3,9	4,2	4,1	4,3	4,4	4,0	2,5	0,9
Wielka Brytania	2,2	2,5	2,5	3,0	3,3	3,8	4,4	4,7	5,2	4,5	4,1	3,1
Polska	**4,0**	**4,2**	**4,1**	**4,0**	**4,4**	**4,6**	**4,8**	**4,8**	**4,5**	**4,2**	**3,7**	**3,3**
Czechy	7,5	7,5	7,1	6,8	6,8	6,7	6,9	6,5	6,6	6,0	4,4	3,6
Węgry	7,1	6,9	6,7	6,6	7,0	6,7	6,7	6,5	5,7	5,1	4,2	3,5
Estonia	11,0	11,3	10,9	11,4	11,3	11,4	11,1	11,0	10,5	9,8	8,0	7,0
Litwa	9,9	10,8	11,3	11,7	12,0	12,5	12,2	12,0	11,0	10,5	9,1	8,5
Łotwa	15,7	16,7	16,7	17,4	17,9	17,7	16,6	15,7	14,9	13,8	11,8	10,6

Źródło: Dane Eurostat, GUS, krajowe urzędy statystyczne.
Uwaga: Wskaźniki krajowe nie są w pełni porównywalne ze względu na różnice metodologiczne (w tym różne systemy wag i różne metody pomiaru).

Tabela 1.2: Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.

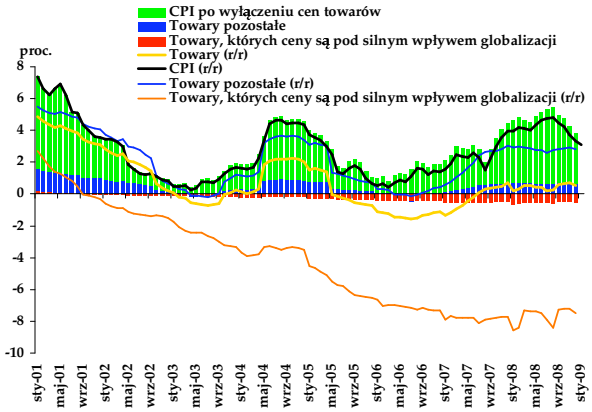
ZMIANY r/r (w proc.)	2008											
	sty	**lut**	**mar**	**kwi**	**maj**	**cze**	**lip**	**sie**	**wrz**	**paź**	**lis**	**gru**
CPI	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	3,7	3,3
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	3,8	3,7	3,8	3,8	3,9	4,3	4,4	4,4	4,1	3,8	3,4	3,3
Cen o największej zmienności	4,2	4,2	4,2	4,3	4,5	4,8	4,7	5,0	4,6	4,3	3,8	3,2
Cen o największej zmienności i cen paliw	3,6	3,8	3,9	4,2	4,4	4,7	4,5	4,9	4,7	4,4	4,4	4,2
Cen żywności i energii	1,6	1,8	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,7	2,9	2,9	2,9	2,8
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	1,9	2,5	2,7	2,8	3,2	3,4	3,5	4,0	4,3	4,5	4,7	4,5
15% średnia obcięta	3,7	4,2	4,2	4,1	4,5	4,9	4,8	4,8	4,5	4,1	3,7	3,7

ZMIANY m/m (w proc.)	2008											
	sty	**lut**	**mar**	**kwi**	**maj**	**cze**	**lip**	**sie**	**wrz**	**paź**	**lis**	**gru**
CPI	0,7	0,4	0,4	0,4	0,8	0,2	0,0	-0,4	0,3	0,4	0,2	-0,1
Wskaźniki inflacji bazowej po wyłączeniu:												
Cen kontrolowanych	0,9	0,1	0,4	0,4	0,6	0,1	-0,3	-0,6	0,5	0,6	0,3	0,3
Cen o największej zmienności	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	0,5	0,0	0,3	0,5	0,6	0,2
Cen o największej zmienności i cen paliw	0,4	0,1	0,3	0,3	-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,5	0,6	1,0	0,6
Cen żywności i energii	0,5	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
Cen żywności i paliw (inflacja "netto")	0,7	0,6	0,3	0,2	0,6	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,1
15% średnia obcięta	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Wskaźniki inflacji – odsezonowane (metodą TRAMO/SEATS):												
CPI	0,5	0,4	0,3	0,1	0,5	0,4	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii	0,5	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
Inflacja "netto"	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Od czerwca 2008 r. NBP wprowadził nową miarę inflacji bazowej – **inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii**. Miara ta wyłącza ze wskaźnika CPI ceny żywności i napojów bezalkoholowych oraz ceny paliw i nośników energii (energia elektryczna, gaz, opał, itp.). Konstrukcja i interpretacja inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii jest zbliżona do używanej dotychczas inflacji bazowej "netto". Zmiany cen nośników energii, które w ostatnim okresie cechowały się zwiększoną zmiennością, mają dla polskiej gospodarki charakter szoków podażowych, zaburzając obraz trendu ogólnego poziomu cen. Dlatego też uzasadnione było ich wyłączenie w ramach nowej miary inflacji bazowej. Intencją NBP było zastąpienie przez nową miarę dotychczasowej najpopularniejszej miary, tj. inflacji "netto". Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii jest również wykorzystywana w modelu makroekonomicznym NECMOD do przygotowania Projekcji inflacji, zawartej w IV rozdziale *Raportu*.

□ **Wykres 1.5:**
Zmiany CPI i głównych kategorii cen – towary.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ceny towarów

W okresie październik–grudzień 2008 r. roczne tempo wzrostu cen towarów[4] obniżyło się nieznacznie, pozostając na niskim poziomie (0,5% r/r w grudniu; Wykres 1.5).

W kierunku obniżenia rocznej dynamiki cen towarów oddziaływał utrzymujący się spadek cen w grupie towarów pozostających pod silnym wpływem globalizacji[5], których znaczna część jest importowana z krajów o niskich kosztach wytwarzania.

Roczne tempo wzrostu cen pozostałych towarów w okresie październik–grudzień 2008 r. było stabilne. W kierunku spadku cen tych towarów oddziaływał spadek cen samochodów osobowych oraz sprzętu gospodarstwa domowego, natomiast w przeciwnym kierunku oddziaływał wzrost cen wyrobów tytoniowych[6].

Ceny energii

W analizowanym okresie nastąpiło obniżenie rocznej dynamiki cen energii[7], jednak utrzymała się ona na dość wysokim poziomie. Największy wpływ na zmniejszenie dynamiki w tej grupie miał znaczący spadek cen paliw do prywatnych środków transportu, do którego przyczynił się obserwowany od sierpnia 2008 r. silny spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych. W przeciwnym kierunku oddziaływały natomiast podwyżki cen

[4] Zgodnie z definicją przyjętą w *Raporcie*, kategoria *towary* nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz energii.

[5] Do grupy tych towarów zalicza się: odzież, obuwie, sprzęt audiowizualny, fotograficzny i informatyczny, instrumenty muzyczne, gry, zabawki, sprzęt sportowy i kempingowy, urządzenia elektryczne do higieny osobistej.

[6] Po wyłączeniu cen wyrobów tytoniowych dynamika cen towarów byłaby ujemna. Wysoka dynamika cen wyrobów tytoniowych jest związana z corocznymi podwyżkami stawek podatku akcyzowego, wynikającymi z dostosowań do minimalnych stawek akcyzy obowiązujących w Unii Europejskiej. Wzrost cen detalicznych wyrobów tytoniowych jest rozłożony w czasie, m.in. ze względu na utrzymywanie znacznych zapasów tych wyrobów przez producentów.

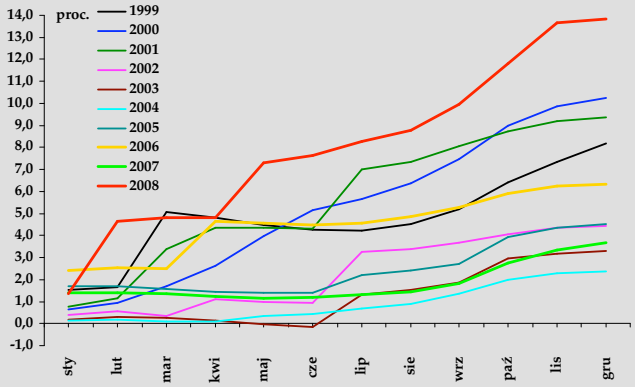
[7] Kategoria *energia* obejmuje nośniki energii (energia elektryczna, gaz, ciepło, opał) oraz paliwa silnikowe (do prywatnych środków transportu). We wcześniejszych *Raportach* ta grupa towarów była określana jako *nośniki energii (łącznie z paliwami)*.

regulowanych: energii elektrycznej, gazu ziemnego i energii cieplnej oraz cen opału, które były związane ze wzrostem cen węgla na rynku krajowym. W kierunku utrzymania dynamiki cen energii na wysokim poziomie oddziaływało również osłabienie kursu złotego, zwłaszcza względem dolara amerykańskiego.

Ze względu na prawdopodobne utrzymywanie się cen paliw na poziomie znacznie niższym niż w poprzednim roku można się spodziewać, że dynamika cen energii w ciągu najbliższych miesięcy będzie się obniżać. Ubiegłoroczny spadek cen ropy naftowej może dodatkowo oddziaływać w kierunku obniżenia cen innych nośników energii, w szczególności gazu ziemnego[8]. W przeciwnym kierunku na dynamikę cen energii będą oddziaływać oczekiwane i dokonane już zmiany regulowanych cen energii elektrycznej i cieplnej oraz obserwowane w ostatnich miesiącach osłabienie kursu złotego.

Efekty bazy i ich wpływ na zmiany rocznego wskaźnika inflacji w 2009 r.

W poszczególnych miesiącach 2008 r. występowały znaczące wzrosty cen regulowanych, przede wszystkim cen energii (energii elektrycznej, gazu, energii cieplnej, paliw) oraz innych cen zależnych od decyzji instytucji rządowych i samorządowych (opłat za wywóz nieczystości – śmieci, opłat za usługi kanalizacyjne i zaopatrywanie w wodę, kosztów zarządu i administracji nieruchomością). Miało to wpływ na utrzymywanie się rocznego wskaźnika CPI przez większość 2008 r. na podwyższonym poziomie. Pod koniec 2008 r. ceny paliw silnie spadły, co z kolei przyczyniło się do obniżenia rocznego wskaźnika CPI w tym okresie. Powyższe zmiany cen wpłyną także – wskutek działania tzw. efektów bazy – na kształtowanie się rocznej inflacji w 2009 r.



Wykres R.1.1: Skumulowane zmiany cen nośników energii (energia elektryczna, gaz, energia cieplna, opał) w latach 1999–2008 (w % w stosunku do grudnia poprzedniego roku).
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

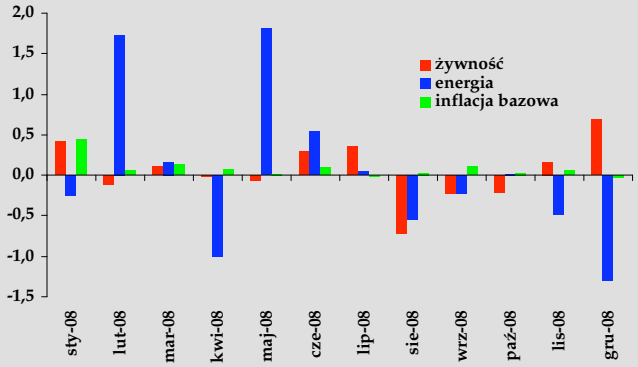
[8]Formuła ustalania cen importowych gazu ziemnego powoduje, że ceny tego surowca reagują na zmiany cen produktów ropopochodnych z 2–3-kwartalnym opóźnieniem.

Analizując zmiany cen towarów i usług konsumpcyjnych, można posługiwać się różnymi wskaźnikami inflacji (miesięcznym, rocznym, o stałej podstawie). Wskaźnikiem inflacji, który jest powszechnie stosowany w polskiej gospodarce i do którego odnosi się cel inflacyjny NBP, jest publikowany miesięcznie przez GUS roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych. Określa on procentową zmianę poziomu cen w danym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku.

Poziom rocznego wskaźnika inflacji w danym miesiącu odzwierciedla skumulowane miesięczne zmiany poziomu cen w ostatnich dwunastu miesiącach. Natomiast zmiana rocznego wskaźnika cen w danym miesiącu (w stosunku do rocznego wskaźnika w poprzednim miesiącu) zależy od dwóch czynników: miesięcznej zmiany cen konsumpcyjnych (w danym miesiącu) oraz miesięcznej zmiany cen rok wcześniej (w okresie bazowym). Zmiany rocznej inflacji (z miesiąca na miesiąc) wynikają więc zarówno z bieżącej dynamiki cen, jak i ze zmian tych cen w analogicznym miesiącu poprzedniego roku. Właściwa ocena zmian presji inflacyjnej w gospodarce powinna uwzględniać oddziaływanie obu tych czynników na zmiany rocznego wskaźnika inflacji.

Poniżej zilustrowano wpływ drugiego z wyżej wymienionych czynników, określanego jako efekt bazy, tj. wpływu miesięcznych zmian cen rok wcześniej (w poszczególnych miesiącach 2008 r.) na zmiany rocznego wskaźnika inflacji w 2009 r. W literaturze nie ma jednej, powszechnie używanej definicji i metody szacowania efektu bazy. Przedstawione tu obliczenia oparto na definicji efektu bazy wykorzystywanej przez Europejski Bank Centralny[1]. Zgodnie z tą definicją, efektem bazy nazywa się wpływ nietypowej (biorąc pod uwagę również sezonowość) zmiany cen danego komponentu koszyka CPI w miesiącu bazowym (tj. w analogicznym miesiącu poprzedniego roku) na zmianę rocznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem w analogicznym miesiącu kolejnego roku. Jeśli miesięczna dynamika cen w okresie bazowym jest wyższa niż typowa, wówczas w analogicznym miesiącu kolejnego roku występuje ujemny efekt bazy, natomiast jeśli miesięczna dynamika cen w okresie bazowym jest niższa niż typowa, wówczas w analogicznym miesiącu kolejnego roku występuje dodatni efekt bazy.

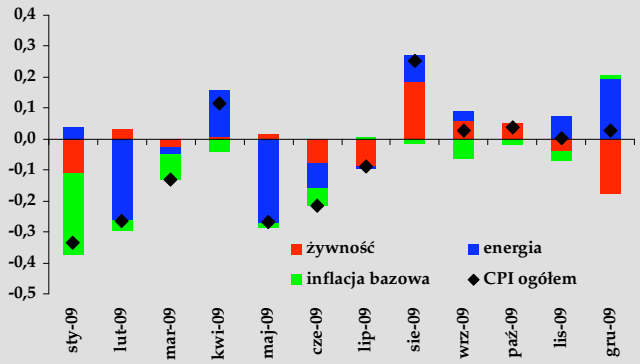
Dla rozróżnienia źródeł efektów bazy występujących w rocznym wskaźniku CPI wyróżniono trzy podstawowe komponenty tego wskaźnika: (1) ceny żywności, (2) ceny energii oraz (3) inflację bazową (po wyłączeniu cen energii i żywności). Typową miesięczną dynamikę cen danego komponentu obliczono jako średnią arytmetyczną miesięcznych zmian cen, po oczyszczeniu z wahań sezonowych, dla okresu 2001–2008[2]. Nietypowy składnik zmiany cen komponentu w danym miesiącu wyznaczono jako różnicę między wartością rzeczywistej miesięcznej dynamiki cen tego komponentu (wyrównanej sezonowo) a typową dla niej wartością (zob. Wykres R.1.2). Natomiast wpływ tak obliczonego nietypowego składnika na zmianę rocznego wskaźnika inflacji uzyskano, uwzględniając wagę danego komponentu w koszyku CPI.



Wykres R.1.2: Nietypowe miesięczne zmiany cen żywności, energii oraz inflacji bazowej w 2008 r. (w pkt. proc.).
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Zgodnie z przyjętą metodyką, w większości miesięcy 2008 r. inflacja bazowa w ujęciu miesięcznym była wyższa od swojej typowej wartości, choć odchylenia te były (poza styczniem) relatywnie niewielkie. Miesięczna dynamika cen energii była w pierwszej połowie ub.r. wyraźnie wyższa od przeciętnej, co wynikało ze wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach światowych, natomiast od sierpnia ub.r. – wraz ze spadkiem cen na rynkach światowych – była niższa od wartości typowych.

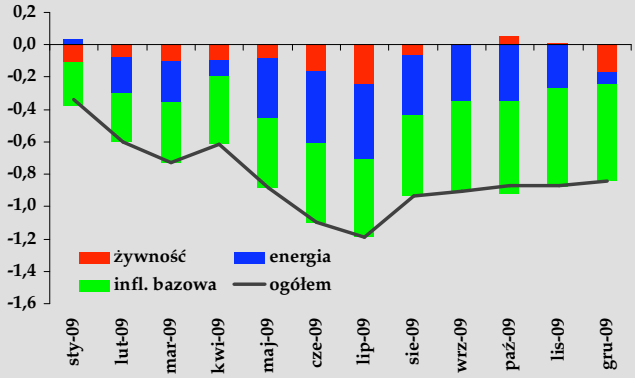
Stosunkowo wysoka miesięczna dynamika cen poszczególnych komponentów CPI w pierwszej połowie 2008 r. oznacza, że w okresie styczeń–lipiec 2009 r. w większości miesięcy (oprócz kwietnia) powinny wystąpić ujemne efekty bazy, które będą oddziaływać w kierunku spadku rocznej inflacji w tych miesiącach. Należy jednak pamiętać, że to, czy i w jakim tempie roczny wskaźnik będzie się w tych miesiącach obniżał, będzie zależało – oprócz efektów bazy – od kształtowania się cen w poszczególnych miesiącach tego okresu.



Wykres R.1.3: Efekty bazy CPI (w pkt.proc.) wynikające z nietypowych zmian cen żywności, energii oraz inflacji bazowej w poszczególnych miesiącach 2009 r.
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Z Wykresu R.1.3 wynika, że na spadek rocznej inflacji w styczniu 2009 r. w stosunku do grudnia 2008 r. (z 3,3% do 3,1%, tj. o 0,2 pkt. proc.) złożył się ujemny efekt bazy (0,3 pkt. proc.) oraz nieco większy od typowego miesięczny wzrost cen w styczniu 2009 r. Podobnie, do zmiany rocznej inflacji w lutym br. w stosunku do stycznia br. przyczyni się kolejny ujemny efekt bazy w skali 0,3 pkt. proc. Jeśli więc miesięczna zmiana cen w lutym (wobec stycznia) będzie typowa, wówczas roczny wskaźnik inflacji w lutym obniży się o 0,3 pkt. proc. wobec stycznia 2009 r. Zatem jeśli ceny w 2009 r. zmieniałyby się w tempie typowym, wówczas roczny wskaźnik inflacji w tym okresie zmieniałby się w kolejnych miesiącach o wielkości efektu bazy w tych miesiącach (przedstawionych na Wykresie R.1.3).

Z kolei skumulowany efekt bazy odzwierciedla skumulowany wpływ nietypowych zmian cen w poszczególnych miesiącach 2008 r. na zmianę rocznego wskaźnika inflacji w danym miesiącu 2009 r. w stosunku do grudnia 2008 r. Z Wykresu R.1.4 wynika, że na zmianę rocznej inflacji np. w lipcu 2009 r. w stosunku do grudnia 2008 r. złoży się skumulowany ujemny efekt bazy w skali 1,2 pkt. proc. Jeśli więc ceny konsumpcyjne rosłyby w okresie styczeń–lipiec 2009 r. w tempie typowym, to roczna inflacja w lipcu 2009 r. – tylko ze względu na skumulowany efekt bazy – byłaby o 1,2 pkt. proc. niższa niż w grudniu 2008 r. (z czego wkład nietypowych zmian cen energii do obniżenia inflacji wyniesie 0,5 pkt. proc., wkład inflacji bazowej kolejne 0,5 pkt. proc., a wkład cen żywności 0,2 pkt. proc.). Skumulowany efekt bazy będzie więc przyczyniał się do obniżania rocznej dynamiki cen konsumpcyjnych w stosunku do grudnia 2008 r. w całym 2009 r., choć od sierpnia 2009 r. jego ujemny wpływ będzie coraz mniejszy.



Wykres R.1.4: Skumulowany efekt bazy CPI w 2009 r. (w pkt proc.).
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

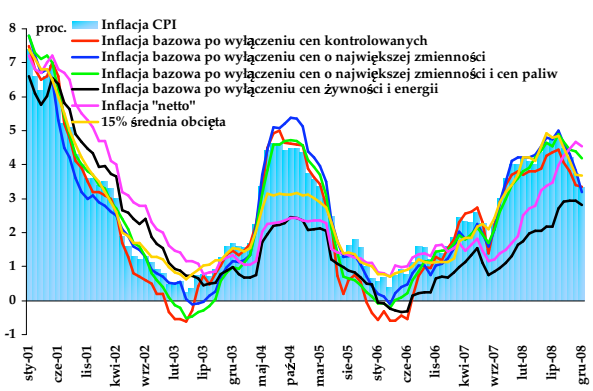
Należy podkreślić, że występowanie efektów bazy nie oznacza, że roczny wskaźnik inflacji zawyża lub zaniża faktyczną dynamikę cen. Roczny wskaźnik inflacji zawsze odzwierciedla zmianę poziomu cen wobec okresu sprzed roku. Identyfikacja efektów bazy umożliwia jedynie określenie stopnia, w jakim zmiany rocznego wskaźnika wynikają z nietypowych zmian cen rok wcześniej. Należy także zauważyć, że zastosowana metoda oceny nietypowych zmian cen nie uwzględnia możliwości zmian typowego wzrostu cen w czasie (zależnego np. od fazy cyklu koniunkturalnego). Ponadto, nietypowym zmianom cen nie zawsze można przypisać jednoznaczną interpretację ekonomiczną i ocenić czy mają one charakter jednorazowy czy też wynikają ze zmian strukturalnych, które będą oddziaływać na dynamikę cen w dłuższym okresie. Podsumowując, należy pamiętać, że zmiany rocznej inflacji wynikają zarówno z bieżących zmian cen, jak i efektów bazy związanych z nietypowymi zmianami cen przed rokiem, których identyfikacja nie musi być jednoznaczna.

[1] European Central Bank Monthly Bulletin, December 2008, s. 63-64.
[2] Szacowanie typowych miesięcznych zmian cen na próbie lat 2001–2008 uwarunkowane jest następującymi czynnikami. Z jednej strony, próba powinna być możliwie najdłuższa, aby zapewnić odpowiednie statystyczne właściwości szacunków. Z drugiej strony, w przypadku Polski okres ten nie powinien obejmować okresu dezinflacji (bo zawyżałoby to szacunki typowych zmian cen). Warto podkreślić, że oszacowana na podstawie próby 2001–2008 typowa miesięczna zmiana CPI (po oczyszczeniu z wahań sezonowych) wynosi 0,2%, co w ujęciu zanualizowanym daje 2,5%, a więc jest spójne z obecnym celem inflacyjnym NBP.

Inflacja bazowa

W okresie październik–grudzień 2008 r. obniżyło się pięć z sześciu miar inflacji bazowej[9] (Wykres 1.6). Skala spadku wskaźników inflacji bazowej była przeciętnie mniejsza niż spadku wskaźnika inflacji CPI, co wskazuje, że do obniżenia tego drugiego wskaźnika przyczyniły się przede wszystkim te jego komponenty, które są w dużym stopniu podatne na szoki zewnętrzne (tj. ceny żywności i paliw).

Wykres 1.6:
Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

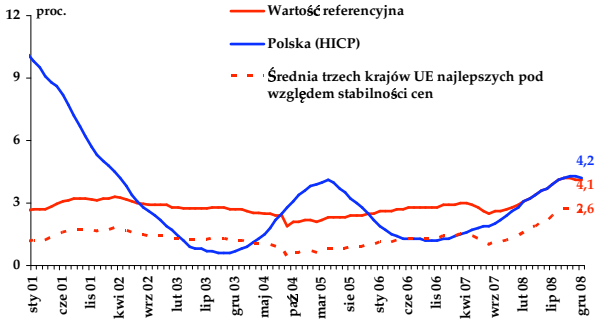
[9] Opublikowany w styczniu br. wskaźnik inflacji bazowej "netto" za grudzień 2008 r. był ostatnim opublikowanym przez NBP wskaźnikiem tej zmiennej.

W grudniu ub.r. roczne tempo wzrostu wszystkich wskaźników inflacji bazowej przekraczało cel inflacyjny NBP (2,5%), jednak dynamika połowy z nich kształtowała się poniżej górnej granicy odchyleń od celu. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii, po ustabilizowaniu się na poziomie 2,9% w okresie wrzesień–listopad ub.r., w grudniu ub.r. nieznacznie się obniżyła (do 2,8%).

Kryterium inflacyjne z Maastricht

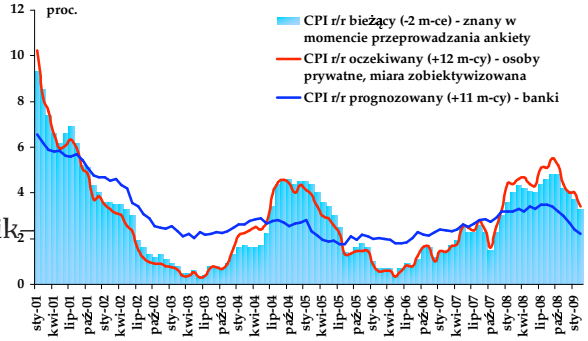
W okresie październik–grudzień 2008 r. roczna inflacja HICP w Polsce systematycznie spadała. Mimo to jej dwunastomiesięczna średnia ruchoma, brana pod uwagę przy ocenie spełniania przez dany kraj kryterium inflacyjnego z Maastricht, w grudniu ub.r. kształtowała się na poziomie z września, tj. 4,2% (po przejściowym wzroście do 4,3% w październiku i listopadzie). Z kolei wartość referencyjna dla kryterium inflacyjnego obniżyła się w listopadzie o 0,1 pkt. proc. do 4,1% i pozostała na tym poziomie w grudniu. W rezultacie tych zmian dwunastomiesięczna średnia ruchoma inflacja HICP w Polsce w okresie październik–grudzień ub.r. nieznacznie przewyższała wartość referencyjną (Wykres 1.7).

⊡ Wykres 1.7:
Inflacja HICP w Polsce (12-miesięczna średnia ruchoma) a kryterium z Maastricht.



Źródło: Dane Eurostat, obliczenia NBP.

⊡ Wykres 1.8:
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych oraz prognozy inflacyjne analityków bankowych.



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

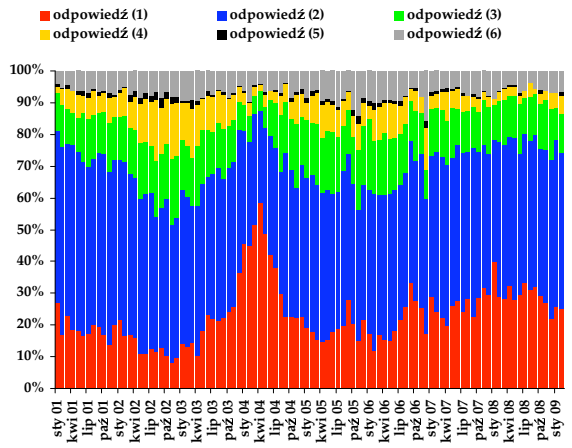
1.2 Oczekiwania inflacyjne

W okresie październik 2008 r.–luty 2009 r. oczekiwania inflacyjne analityków bankowych i osób prywatnych stopniowo się obniżały. Prognozy inflacyjne analityków bankowych w horyzoncie 11 miesięcy spadły z 3,2% w październiku ub.r. do 2,2% w lutym br. (Wykres 1.8).

W badaniach ankietowych oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych odsetek respondentów, którzy oczekują, że w ciągu najbliższych miesięcy ceny będą rosły szybciej lub w takim samym tempie jak w momencie przeprowadzania badania, zmniejszył się z 76% w październiku 2008 r. do 74% w lutym br.[10] (Wykres 1.9). Natomiast zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych zmniejszyła się z 5,2% w październiku ub.r. do 3,4% w lutym br.

[10] Po przejściowym wzroście do 78% w styczniu br.

⊡ Wykres 1.9:
Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych – struktura odpowiedzi na pytanie Ipsos.



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

Determinanty inflacji

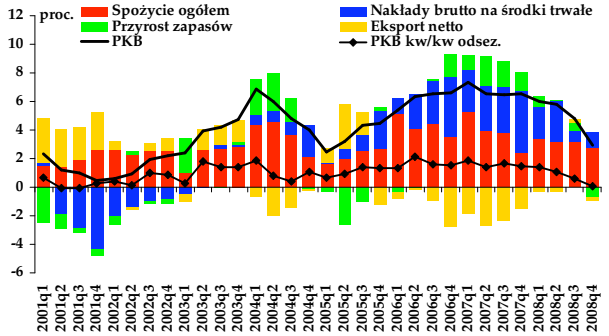
Od październikowego *Raportu* istotnie zmieniła się sytuacja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Nasileniu zaburzeń na rynkach finansowych i związanemu z tym wzrostowi awersji do ryzyka towarzyszyło silne osłabienie wzrostu gospodarki światowej, a także znaczące rewizje prognoz jej wzrostu. Obniżenie bieżącego i prognozowanego wzrostu gospodarczego dotyczyło zarówno krajów rozwiniętych, jak i krajów rozwijających się, w tym krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Pogorszenie globalnej koniunktury przyczyniło się do znacznego spadku cen surowców, co wraz z osłabieniem zagregowanego popytu wpłynęło na spadek inflacji w większości krajów. Obserwowane od październikowego *Raportu* zmiany w gospodarce światowej wpłynęły także na przebieg procesów gospodarczych w Polsce.

Według wstępnych szacunków GUS, w 2008 r. PKB wzrósł o 4,8%, co implikuje wzrost PKB w IV kw. 2008 r. o ok. 2,9% r/r (wobec 4,8% r/r w III kw. ub.r.), tj. poniżej oczekiwań z poprzedniego *Raportu*. Spożycie indywidualne pozostało w II poł. 2008 r. głównym czynnikiem wzrostu PKB, natomiast dynamika inwestycji istotnie spadła. W wyniku recesji za granicą i znaczącego spowolnienia wzrostu gospodarczego w kraju, w IV kw. ub.r. silnie obniżyła się dynamika zarówno eksportu, jak i importu, a wkład eksportu netto do wzrostu PKB był bliski zera. W ostatnich miesiącach obniżyła się dynamika zatrudnienia, a bezrobocie zaczęło rosnąć. Jednocześnie następowało stopniowe obniżanie się dynamiki wynagrodzeń, co przyczyniło się do spowolnienia wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Procesom tym towarzyszyły: nieznaczne powiększenie się deficytu na rachunku obrotów bieżących oraz spadek większości wskaźników inflacji bazowej. Spadek cen paliw i zmniejszenie się dynamiki cen żywności dodatkowo przyczyniły się do obniżenia się inflacji CPI poniżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP.

2.1 Popyt[11]

W III kw. 2008 r. tempo wzrostu realnego PKB wyniosło 4,8% r/r (wobec 5,8% r/r w II kw. 2008 r.) i było nieznacznie wyższe niż oczekiwano w poprzednim *Raporcie* (Tabela 2.1, Wykres 2.1)[12].

□ **Wykres 2.1:**
Udziały składników popytu finalnego we wzroście PKB.



Źródło: Dane GUS, IV kw. 2008 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2008 r. (szacunki NBP).

[11] W niniejszym *Raporcie* ocena IV kw. 2008 r. w zakresie PKB i jego komponentów oparta jest na opublikowanym 29 stycznia 2009 r. wstępnym szacunku PKB za 2008 r. Implikowane dane dotyczące IV kw. 2008 r. zakładają brak rewizji rachunków narodowych za I–III kw. ub.r. Należy podkreślić, że dostępne szacunki GUS są niepełne: dane odnoszą się do całego roku (brak szczegółowych danych o IV kw.) i obejmują tylko niektóre kategorie.

[12] W *Raporcie* uwzględniono odsezonowane przez NBP dane dotyczące rachunków narodowych w cenach średnio-

Opublikowany przez GUS wstępny szacunek PKB za 2008 r. wskazuje natomiast, że tempo wzrostu PKB w IV kw. ub.r. obniżyło się do ok. 2,9% r/r, a w ujęciu kwartalnym po odsezonowaniu do 0%.

Tabela 2.1: Tempo wzrostu PKB i składników popytu.

Zmiana kw\kw wyrównana sezonowo (proc.)	**2006**				**2007**				**2008**			
	q1	**q2**	**q3**	**q4**	**q1**	**q2**	**q3**	**q4**	**q1**	**q2**	**q3**	**q4**
PKB	1,3	2,1	1,6	1,5	1,8	1,4	1,6	1,4	1,4	1,1	0,6	0,0
Popyt krajowy	2,0	2,0	2,1	2,6	2,1	1,8	2,0	1,6	1,2	1,2	0,2	0,7
Spożycie ogółem	1,8	1,0	1,2	1,4	1,1	0,9	1,3	0,8	0,7	0,9	1,5	0,7
Spożycie indywidualne	1,8	1,2	1,2	1,5	1,1	0,8	1,7	1,0	1,2	1,2	1,8	0,9
Akumulacja	3,1	6,0	5,5	7,0	6,0	5,1	4,1	4,3	2,6	2,1	-3,8	0,7
Nakłady na środki trwałe brutto	2,0	5,6	4,3	4,8	5,2	2,8	4,3	3,2	3,2	2,9	-4,7	2,2

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS, IV kw. 2008 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2008 r. (szacunki NBP).

Zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*, spożycie indywidualne pozostało w II poł. 2008 r. głównym czynnikiem wzrostu PKB. Znacznie spadło natomiast tempo wzrostu inwestycji, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań. W rezultacie zmniejszył się wzrost popytu krajowego – do 4,3% r/r w III kw. 2008 r. i ok. 3,2% r/r w IV kw. ub.r. Spowolnienie gospodarcze w kraju wraz z osłabieniem kursu złotego przyczyniło się do znaczącego obniżenia dynamiki importu w IV kw. ub.r. W tym samym okresie wyraźnie spadła także dynamika eksportu, co związane było z silnym pogorszeniem koniunktury za granicą, przez co wkład eksportu netto do wzrostu PKB był nadal bliski zera.

W ocenie NBP w najbliższych kwartałach można oczekiwać dalszego obniżenia się dynamiki PKB. Z powodu niekorzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą i w kraju aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw i gospodarstw domowych będzie się nadal zmniejszać. Dynamika spożycia indywidualnego również będzie się obniżać, lecz kategoria ta pozostanie istotnym czyn-

rocznych roku poprzedniego, a nie dane odsezonowane w cenach stałych z 2000 r., jak podaje GUS. Stąd odsezonowana dynamika PKB i jego składowych prezentowana w *Raporcie* może różnić się od prezentowanej przez GUS.

nikiem wzrostu PKB. Pomimo pogarszającej się sytuacji gospodarczej w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski, prowadzącej do spadku polskiego eksportu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB może być w najbliższych kwartałach dodatni. Wpłynie na to przede wszystkim znaczny spadek tempa wzrostu popytu krajowego, w tym spadek inwestycji i popytu na dobra zaopatrzeniowe, który w połączeniu ze znaczną deprecjacją kursu walutowego obserwowaną w ostatnich miesiącach przyczyni się do istotnego obniżenia importu.

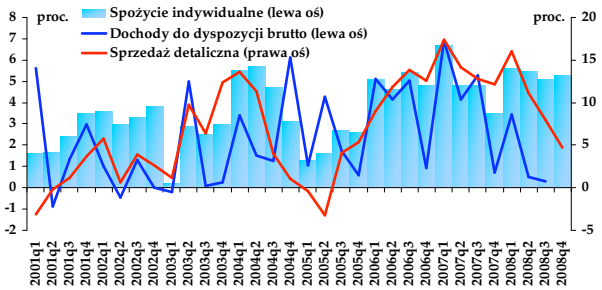
2.1.1 Popyt konsumpcyjny

Według szacunków GUS w III kw. 2008 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego obniżyło się do 5,1% r/r (wobec 5,5% r/r w II kw. 2008 r.), było jednak wyższe od oczekiwań przedstawionych w poprzednim *Raporcie*. Spożycie publiczne w III kw. 2008 r. nie uległo zmianie w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku, podczas gdy w październikowym *Raporcie* oczekiwano wzrostu tej kategorii. Implikowana na podstawie rocznego szacunku GUS dynamika spożycia indywidualnego w IV kw. 2008 r. wyniosła ok. 5,3% r/r i była zgodna z oczekiwaniami z październikowego *Raportu*.

W III kw. 2008 r. utrzymał się relatywnie wysoki wzrost popytu konsumpcyjnego, mimo znacznie niższego wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (Wykres 2.2). Może to być związane z dążeniem gospodarstw domowych do wygładzania konsumpcji w czasie, tj. utrzymania dotychczasowego tempa wzrostu wydatków konsumpcyjnych mimo słabnącej dynamiki dochodów, co jest sygnalizowane przez niższą niż w analogicznym okresie 2007 r. wartość oszczędności gospodarstw domowych.

W III kw. 2008 r. wzrost przeciętnych miesięcznych wynagrodzeń nominalnych w gospodarce był nadal relatywnie wysoki, choć niższy niż w poprzednim kwartale – obniżył się do 9,8% r/r z 11,6% r/r w II kw. 2008 r. (w ujęciu realnym odpowiednio: do 5,1% r/r z 7,7% r/r). Również w sektorze przedsiębiorstw począwszy od III kw. 2008 r. obserwowane jest obniżanie się dynamiki płac (z 12,1% r/r w II kw. do 10,4% r/r w

□ **Wykres 2.2:**
Roczne tempo wzrostu spożycia indywidualnego, dochodów do dyspozycji brutto i sprzedaży detalicznej (ceny stałe).



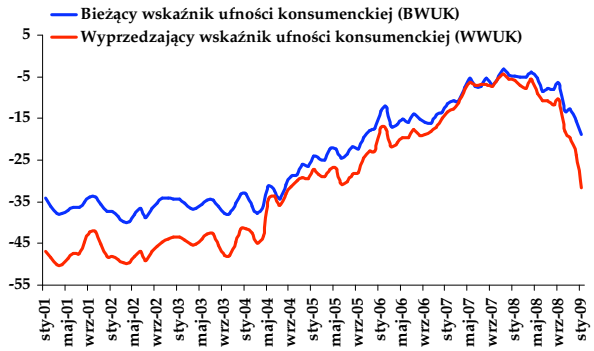
Źródło: Dane GUS, IV kw. 2008 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2008 r. (szacunki NBP).

III kw. oraz 7,0% r/r w IV kw. 2008 r.). Obniżenie wzrostu płac i zatrudnienia spowodowało zmniejszenie dynamiki nominalnego funduszu płac (w III kw. 2008 r. do 15,1%, wobec 17,6% r/r. w II kw. ub.r.). Wolniejszy niż przed kwartałem był także wzrost dochodów ze świadczeń społecznych w związku ze stopniowym osłabianiem się efektów waloryzacji rent i emerytur, która miała miejsce w 2008 r.

Fundusz nabywczy przeznaczony na zakup towarów i usług gospodarstwa domowe uzupełniały o kredyty konsumpcyjne, których przyrost w III kw. 2008 r., podobnie jak w II kw. ub.r., sięgał najwyższych z dotychczas występujących wartości (9,9 mld zł w skali kwartału), przy rocznej dynamice strumienia kredytów konsumpcyjnych przekraczającej 30%[13]. W IV kw. 2008 r. przyrost kredytów konsumpcyjnych uległ pewnemu osłabieniu do 7,9 mld zł w ujęciu kwartalnym; kredyty konsumpcyjne pozostawały jednak znaczącym źródłem finansowania wzrostu popytu konsumpcyjnego (patrz rozdział 2.5.3 Kredyt i pieniądz[14]). W III kw. 2008 r. dynamika sprzedaży detalicznej (w ujęciu realnym) zmniejszyła się do 8,0% r/r (z 11,1% r/r w II kw. ub.r.), a w IV kw. 2008 r. obniżyła się do 4,7% r/r.

W IV kw. 2008 r. i styczniu 2009 r. pogorszyły się znacząco nastroje konsumenckie (Wykres 2.3). Źródłem gorszych niż w poprzednich kwartałach oczekiwań konsumentów było przede wszystkim zwiększenie obaw o wzrost bezrobocia oraz bardziej pesymistyczne oceny dotyczące zmian przyszłej sytuacji gospodarczej kraju. Niższe oceny konsumentów przekładały się na ich deklaracje o ograniczeniu zakupów. Można oczekiwać, że pogorszenie się sytuacji na rynku pracy wraz z pogorszeniem nastrojów przyczynią się do dalszego obniżenia dynamiki konsumpcji, czego potwierdzeniem jest obniżające się tempo wzrostu sprzedaży detalicznej.

□ **Wykres 2.3:**
Wskaźniki ufności konsumenckiej.



Źródło: Dane GUS, NBP.
Od stycznia 2004 r. badanie przeprowadzane jest z częstotliwością miesięczną (wcześniej z kwartalną).

[13] Strumień kredytów rozumiany jest jako zmiana stanu kredytów w danym okresie.

[14] Należy podkreślić, że dane omawiane w rozdziale 2.5.3 Kredyt i pieniądz dotyczą zmian wielkości kredytów oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut, natomiast dane przytoczone w niniejszym rozdziale odnoszą się do oficjalnie publikowanych danych monetarnych (nieuwzględniających zmian kursowych).

2.1.2 Popyt sektora finansów publicznych

Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów, w 2008 r. dochody budżetu państwa wyniosły 254,1 mld zł, wydatki 278,7 mld zł, a deficyt 24,6 mld zł. Deficyt budżetowy był zatem nieco niższy od zapisanej w *Ustawie budżetowej na rok 2008* wielkości 27,1 mld zł[15]. Na wielkość deficytu w całym 2008 r. w istotnym stopniu wpłynął bardzo wysoki deficyt w IV kw. ub.r.[16]

Wzrost deficytu budżetu państwa w IV kw. 2008 r. wynikał przede wszystkim z niższych niż oczekiwano dochodów podatkowych w tym kwartale[17]. W rezultacie obniżenia aktywności w gospodarce polskiej w IV kw. ub.r. znacząco obniżyły się wpływy z podatków pośrednich. W 2008 r. całkowite dochody budżetu państwa okazały się o 27,8 mld zł niższe od założonych w ustawie budżetowej, z czego 20 mld zł przypadało na niższe wpływy środków z UE, a 8,6 mld zł na niższe dochody podatkowe[18], przy wyższych o 0,8 mld zł niż zakładano dochodach niepodatkowych.

Wydatki budżetu państwa w 2008 r. były o 9,8% (tj. o o 30,3 mld zł) niższe niż planowano, prawdopodobnie ze względu na niepełną realizację wydatków inwestycyjnych i środków na współfinansowanie programów unijnych, a także wydatków bieżących jednostek budżetowych. W związku z przewidywanymi istotnie niższymi wpływami z podatków pośrednich, w końcu 2008 r. ograniczone zostały wydatki niektórych jednostek budżetowych, a powstałe w wyniku tego ewentualne zobowiązania będą prawdopodobnie uregulowane ze środków budżetowych 2009 r.

[15] W 2007 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 16,0 mld zł, a w 2006 r. – 25,1 mld zł.

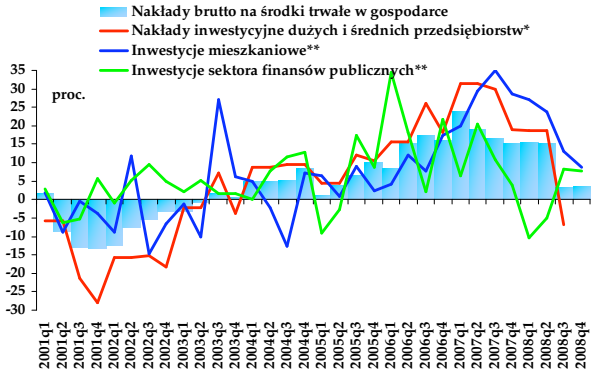
[16] W IV kw. 2008 r. budżet państwa odnotował deficyt w wysokości 20,4 mld zł. W tym samym okresie 2007 r. deficyt wyniósł 16,1 mld zł, a w IV kw. 2006 r. 10,5 mld zł.

[17] W IV kw. 2008 r. tempo wzrostu dochodów podatkowych budżetu państwa wyniosło w ujęciu nominalnym zaledwie 1,1% r/r, wobec 8,9% r/r odnotowanych w okresie styczeń–wrzesień ub.r.

[18] W 2008 r. dochody z podatków pośrednich były niższe o 10,8 mld zł w stosunku do wielkości planowanej. Do budżetu państwa wpłynęły natomiast ponadplanowe dochody z podatku dochodowego od osób fizycznych (ok. 2 mld zł), co było związane m.in. z dobrą sytuacją na rynku pracy oraz mniejszymi niż planowano skutkami finansowymi wprowadzenia po raz pierwszy w 2008 r. ulgi prorodzinnej w PIT.

Zgodnie z szacunkami Ministerstwa Finansów przedstawionymi w *Programie Konwergencji. Aktualizacja grudzień 2008*, w 2008 r. deficyt sektora finansów publicznych (według metodologii ESA'95) wyniósł prawdopodobnie 2,7% PKB, wobec planowanego na ub.r. deficytu na poziomie 2,5% PKB oraz zrealizowanego w 2007 r. deficytu w wysokości 2,0% PKB. Pogłębienie nierównowagi fiskalnej w 2008 r. wynikało z pogorszenia się warunków makroekonomicznych (znaczącego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego), a także z wprowadzenia zmian systemowych, przede wszystkim kontynuowanej redukcji klina podatkowego. Wzrost relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB odnotowany w ub.r. oznacza utrzymywanie się deficytu strukturalnego sektora finansów publicznych na wysokim poziomie. W świetle oczekiwanego dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego w 2009 r. i założonego w *Ustawie budżetowej na rok 2009* poziomu dochodów budżetowych, zachowanie dyscypliny finansów publicznych zgodnie z obowiązującymi kraje UE regułami fiskalnymi obciążone jest istotnym ryzykiem. Równocześnie jednak należy podkreślić, że w wyniku znaczącego obniżenia aktywności w gospodarce światowej, związanego z globalnym kryzysem finansowym, a także antykryzysowych działań wielu rządów, w 2009 r. można oczekiwać zwiększenia relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB w większości krajów UE.

□ **Wykres 2.4:**
Inwestycje w gospodarce (r/r).



Źródło: Dane GUS, dane Ministerstwa Finansów, szacunki NBP; IV kw. 2008 r. – dane implikowane ze wstępnych szacunków GUS za 2008 r. (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.

2.1.3 Popyt inwestycyjny

W III kw. 2008 r. miało miejsce wyraźne osłabienie tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe – do 3,5% r/r wobec 15,7% r/r w I kw. 2008 r. oraz 15,2% r/r w II kw. ub.r. (Wykres 2.4). Stopa inwestycji (relacja inwestycji do PKB) nieznacznie obniżyła się i wyniosła 21,9%[19] (Wykres 2.5). Implikowana na podstawie rocznego szacunku GUS dynamika nakładów brutto na środki trwałe w IV kw. 2008 r. wyniosła ok. 3,6% r/r.

[19] Stopa inwestycji obliczona jest na podstawie danych za ostatnie cztery kwartały. Spośród dwunastu nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej jedynie trzy (Malta, Cypr i Węgry) odnotowały w ostatnich czterech kwartałach niższą stopę inwestycji niż Polska.

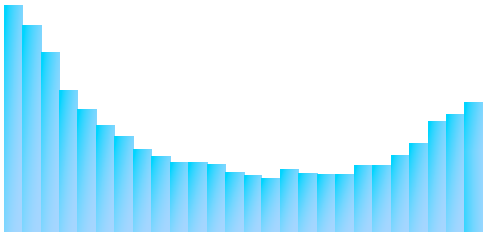
Tabela 2.2: Struktura nakładów brutto na środki trwałe w Polsce.

Udział (proc.)	2006				2007				2008		
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Maszyny i urządzenia	31,7	29,2	29,9	28,8	33,3	29,1	29,2	27,8	32,3	29,1	28,6
Środki transportu	11,1	11,2	10,8	9,1	10,9	11,1	11,0	9,2	11,9	11,1	10,2
Budownictwo mieszkaniowe	17,0	17,0	15,5	10,9	15,5	15,5	15,6	10,9	16,1	16,6	16,1
Pozostałe budynki i budowle	36,8	38,9	40,2	47,6	37,0	40,5	40,2	48,0	35,5	39,8	40,7
Pozostałe inwestycje	3,5	3,7	3,6	3,6	3,0	3,7	3,8	4,0	4,1	3,3	4,3

Źródło: Dane Eurostat.

Osłabienie aktywności inwestycyjnej było szczególnie znaczące w sektorze przedsiębiorstw. W przedsiębiorstwach niefinansowych zatrudniają-

□ **Wykres 2.5:**
Stopa inwestycji w gospodarce (relacja nakładów brutto na środki trwałe do PKB w ujęciu nominalnym; dane zagregowane z czterech ostatnich kwartałów).

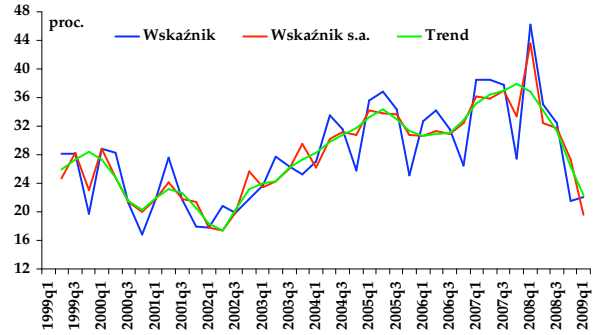


utrzymanie się odsetka przedsiębiorstw planujących unowocześnienie majątku wytwórczego, zakup nowych technologii, wymianę zużytego majątku oraz remont budynków na poziomie z 2008 r.

Oprócz obniżającego się popytu, po stronie czynników, które będą miały negatywny wpływ na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw należy wymienić: wzrost niepewności co do sytuacji gospodarczej na świecie, obniżanie się zdolności do finansowania inwestycji wynikające ze spadku rentowności działalności, trudniejszy dostęp do źródeł finansowania oraz wzrost kosztów pozyskania kapitału, łagodzony w pewnym stopniu przez obniżki stóp procentowych NBP.

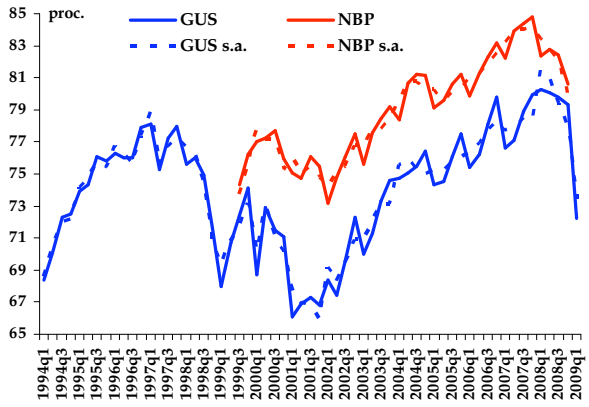
Rosnący napływ funduszy unijnych sprawia, że perspektywy aktywności inwestycyjnej w sektorze rządowym i samorządowym w najbliższych kwartałach pozostają korzystne. Istotnemu ograniczeniu ulegnie natomiast aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw, co znajduje odzwierciedlenie w badaniach koniunktury, oraz inwestycje mieszkaniowe gospodarstw domowych. Obniżenie aktywności inwestycyjnej jest związane ze światowym kryzysem finansowym, który doprowadził do znaczącego pogorszenia perspektyw wzrostu w gospodarce światowej i polskiej, a także zacieśnienia polityki kredytowej przez banki.

□ **Wykres 2.7:**
Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału).



Źródło: Badania koniunktury NBP.

□ **Wykres 2.8:**
Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP).



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.
Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych na podstawie badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw. Próba NBP liczyła w grudniu 2008 r. 843 przedsiębiorstwa z całego sektora przedsiębiorstw niefinansowych. Natomiast próba GUS liczy obecnie ok. 3500 jednostek z sekcji C wg klasyfikacji PKD 2007 (przetwórstwo przemysłowe; dane do 2001 r. dotyczą próby GUS liczącej ok. 3500 jednostek z sekcji przetwórstwo przemysłowe z wyłączeniem działu zagospodarowanie odpadów). Różnica może również wynikać z faktu nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP, podczas gdy próba GUS jest reprezentatywna co do wielkości przedsiębiorstw.

2.1.4 Popyt zewnętrzny i bilans obrotów bieżących[21]

Popyt zewnętrzny

W IV kw. 2008 r. pogłębiła się recesja w strefie euro, która jest najważniejszym rynkiem eksportowym Polski. Według wstępnych szacunków ostatni kwartał ub.r. był trzecim z kolei, w którym następował spadek PKB w ujęciu kwartalnym (o 1,5% kw/kw wobec 0,2% kw/kw w II i III kw. 2008 r.). W IV kw. ub.r. nastąpił także – po raz pierwszy od wprowadzenia wspólnej waluty europejskiej – spadek PKB w ujęciu rocznym (o 1,2% r/r wobec wzrostu o 0,6% r/r w III kw. ub.r.). Silne obniżenie aktywności ekonomicznej miało

[21] Dane dotyczące eksportu i importu przedstawione w tym rozdziale odnoszą się do wielkości wyrażonych w EUR.

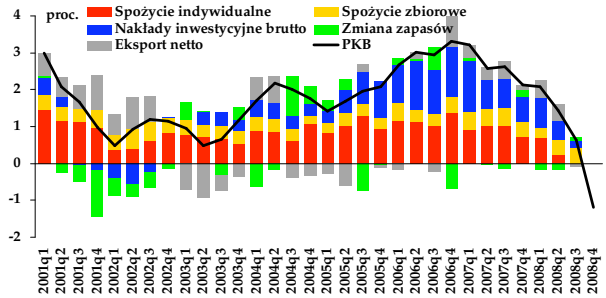
miejsce we wszystkich gospodarkach tego regionu[22].

Struktura wzrostu gospodarczego za III kw. ub.r. (ostatnie dostępne dane) wskazuje, że do spadku rocznego tempa wzrostu PKB w strefie euro w porównaniu z poprzednim kwartałem w największym stopniu przyczynił się spadek eksportu netto, a także zmniejszenie się wkładu spożycia indywidualnego do wzrostu PKB do zera. Ponadto w porównaniu z poprzednim kwartałem mniejszy udział we wzroście PKB miały inwestycje (Wykres 2.9).

W III kw. 2008 r. nadal obniżała się zarówno dynamika eksportu, jak i importu strefy euro. Do osłabienia tempa wzrostu eksportu przyczyniły się wyraźne spadki sprzedaży do Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych (wskutek pogłębiania się recesji w obu krajach), a także znaczące obniżenie się dynamiki eksportu do krajów rozwijających się, zwłaszcza do Chin. Względnie szybki wzrost utrzymał się natomiast w przypadku eksportu do krajów eksportujących ropę naftową oraz do nowych krajów UE. Spadek popytu wewnętrznego oraz popytu sektora eksportowego przyczyniły się także do obniżenia wielkości importu. W III kw. 2008 r. silnie spadła wielkość importu dóbr inwestycyjnych, wyraźnie zmniejszył się także import dóbr pośrednich.

Na początku I kw. 2009 r. recesja w strefie euro nadal się pogłębiała, na co wskazują pogarszające się wyniki badań ankietowych prowadzonych wśród konsumentów i przedsiębiorców, sygnalizujące m.in. silny spadek zamówień eksportowych. Jednocześnie od publikacji poprzedniego *Raportu* istotnie zmieniły się perspektywy wzrostu gospodarczego na 2009 r.: obecnie powszechnie oczekuje się, że w 2009 r. w strefie euro nastąpi spadek PKB[23]. Przewidywany spadek popytu

Wykres 2.9:
Wzrost gospodarczy w strefie euro (r/r).

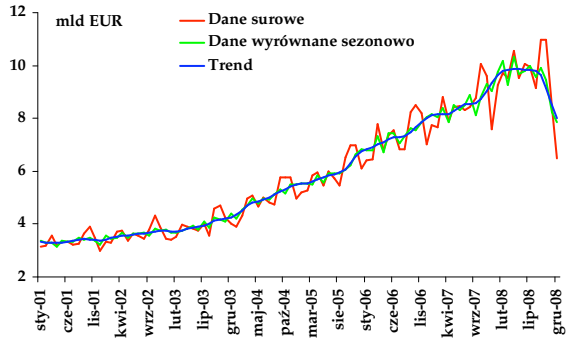


Źródło: Dane Eurostat.

[22]Na spadek tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro złożył się przede wszystkim spadek PKB w Niemczech (o 1,6% r/r w IV kw. 2008 r. wobec wzrostu o 0,8% r/r w III kw. ub.r.). Również we Francji odnotowano obniżenie się PKB (o 1,0% r/r w IV kw. wobec wzrostu o 0,6% r/r w III kw. ub.r.), natomiast we Włoszech roczna dynamika PKB była ujemna po raz trzeci z rzędu (-2,6% r/r w IV kw. wobec -1,1% w III kw.).

[23]Opublikowany w lutym 2009 r. konsensus prognoz według *The Economist* zakłada, że PKB w strefie euro w 2009 r. obniży się o 2,1% r/r.

□ **Wykres 2.10:**
Wartość polskiego eksportu.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

w innych gospodarkach rozwiniętych[24] oraz obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego dla gospodarek rozwijających się wskazują na możliwe dalsze osłabienie eksportu i importu strefy euro.

Recesja w strefie euro wpłynęła na obniżenie tempa wzrostu polskiego eksportu do tego regionu. Jednocześnie jednak dynamika sprzedaży do pozostałych głównych partnerów handlowych, w tym zwłaszcza do krajów WNP oraz Europy Środkowej i Wschodniej, była relatywnie wysoka, co sprawiło, że dynamika polskiego eksportu utrzymała się w III kw. 2008 r. na względnie wysokim poziomie[25]. Niewielkie obniżenie dynamiki eksportu w tym okresie wynikało ze spowolnienia sprzedaży sektora motoryzacyjnego (zwłaszcza sprzedaży części) oraz dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku. Należy zaznaczyć, że części oraz dobra konsumpcyjne trwałego użytku należą do tych towarów, których eksport jest najbardziej wrażliwy na zmiany koniunktury w otoczeniu zewnętrznym gospodarki polskiej. Wynika to z istotnego znaczenia inwestorów zagranicznych w produkcji tych dwu grup towarów oraz dużego udziału handlu korporacyjnego – zarówno pomiędzy działającymi w Europie Środkowej i Wschodniej filiami korporacji wielonarodowych, jak i pomiędzy filiami a przedsiębiorstwami macierzystymi w Europie Zachodniej – w wymianie tych dóbr.

Wstępne dane za IV kw. 2008 r. wskazują, że w okresie tym miał miejsce spadek wartości eksportu (Wykres 2.10). Obok wspomnianych wyżej dwu grup towarowych – części oraz dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku – przyczynił się do tego spadek eksportu samochodów. Silne osłabienie aktywności ekonomicznej w krajach bę-

[24] Opublikowany w lutym 2009 r. konsensus prognoz według *The Economist* zakłada, że PKB w Stanach Zjednoczonych w 2009 r. obniży się o 2,0% r/r, natomiast konsensus prognoz dla Wielkiej Brytanii zakłada, że spadek PKB w 2009 r. wyniesie 2,6% r/r.

[25] Według danych GUS w III kw. 2008 r. wartość polskiego eksportu wzrosła o 17,8% r/r, wobec 21,5% r/r w II kw. ub.r. Obniżenie wzrostu wartości eksportu było głównie wynikiem niższej dynamiki wolumenu (wyniosła ona w III kw. 2008 r. 8,5% r/r wobec 11,2% r/r w II kw. ub.r.), a w mniejszym stopniu rezultatem słabszego wzrostu cen transakcyjnych (8,5% r/r w III kw. 2008 r. wobec 9,1% r/r w II kw. ub.r.). Według wstępnych danych w IV kw. ub.r. wartość eksportu obniżyła się o 5,0% r/r.

Tabela 2.3: Wskaźniki krajowej konkurencyjności eksportu i importu.

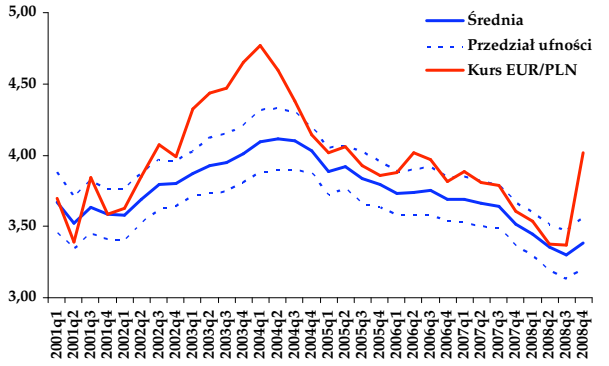
Zmiana (proc.)	2006				2007				2008		
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Ceny eksportu / Jednostkowe koszty pracy*											
r/r	2,1	10,3	13,5	13,0	10,4	3,4	2,1	-2,3	-0,5	-2,9	-7,2
kw/kw	2,5	6,4	3,6	0,0	0,1	-0,4	2,4	-4,3	2,0	-2,7	-2,2
Ceny importu / Ceny krajowe producentów**											
r/r	-2,0	3,5	0,9	0,5	2,1	-3,0	-4,0	-3,9	-3,1	-1,9	-2,4
kw/kw	2,1	1,3	-0,9	-1,8	3,6	-3,7	-1,9	-1,8	4,5	-2,5	-2,5
REER ULC***											
r/r	-1,3	-2,7	-5,3	-2,1	-2,6	5,0	7,4	10,1	14,9	18,9	21,1
kw/kw	0,1	-4,2	-1,1	3,2	-0,4	3,3	1,1	5,9	3,9	6,9	3,0

Źródło: Dane Eurostat, OECD, GUS oraz szacunki NBP.
* Indeks jednostkowych kosztów pracy (ULC) obliczony jako relacja dynamiki kosztu płacowego przypadającego na jednego zatrudnionego do dynamiki wydajności pracy, mierzonej jako wolumen produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym w odniesieniu do jednego pracującego w tym sektorze.
** PPI krajowy w przetwórstwie przemysłowym.
*** Szacunek na bazie danych miesięcznych GUS oraz danych OECD. REER ULC (realny efektywny kurs walutowy): nominalny efektywny kurs walutowy skorygowany o zmiany jednostkowych kosztów pracy w przetwórstwie przemysłowym. Minus oznacza deprecjację.

dących najważniejszymi partnerami handlowymi Polski wpłynęło także na spadek wartości eksportu dóbr pośrednich, który został dodatkowo wzmocniony przez spadek cen metali.

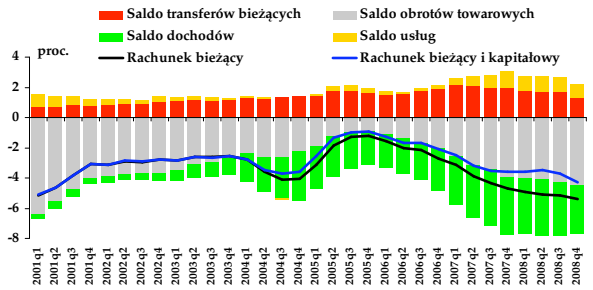
W III kw. 2008 r. pogarszała się pozycja konkurencyjna zarówno eksporterów, jak i producentów na rynek krajowy (Tabela 2.3), co związane było przede wszystkim z szybszym niż zagranicą wzrostem jednostkowych kosztów pracy oraz obniżeniem cen dóbr importowanych w relacji do dóbr krajowych. W IV kw. 2008 r. nastąpiło natomiast znaczące osłabienie nominalnego kursu złotego, co wpłynęło korzystnie na konkurencyjność polskich produktów, co potwierdzają badania koniunktury NBP, zgodnie z którymi obserwowanemu od lipca ub.r. znacznemu osłabieniu kursu złotego towarzyszyło jedynie nieznaczne osłabienie deklarowanego przez przedsiębiorstwa kursu granicznego opłacalności eksportu (Wykres 2.11).

□ **Wykres 2.11:**
Deklarowany przez przedsiębiorstwa kurs graniczny opłacalności eksportu (EUR/PLN).



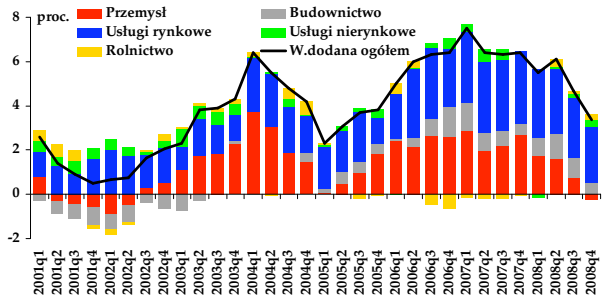
Źródło: Dane i szacunki NBP.
Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach szybkiego monitoringu NBP *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury*. Badanie obejmuje podmioty niefinansowe reprezentujące wszystkie sekcje PKD (poza rolnictwem, rybołówstwem i leśnictwem) zarówno sektora niepublicznego, jak i publicznego, w tym małe i średnie przedsiębiorstwa oraz duże jednostki.
Pytanie ankiety: "Jaki jest progowy poziom kursu walutowego, przy którym eksport będzie (jest) nieopłacalny (w PLN)?"

□ **Wykres 2.12:**
Saldo obrotów bieżących w relacji do PKB (4 kwartały krocząco).



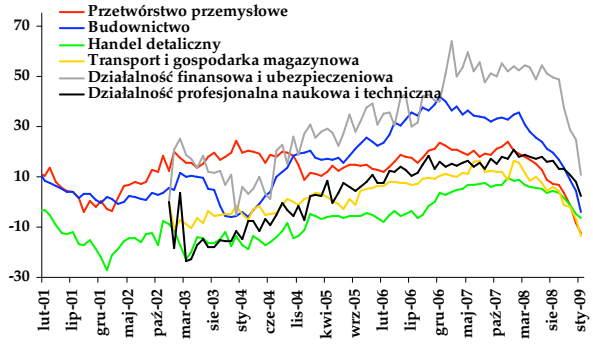
Źródło: Dane NBP.
IV kw. 2008 r. – na podstawie miesięcznych szacunków bilansu obrotów bieżących NBP za okres październik–grudzień 2008 r. oraz danych implikowanych ze wstępnych szacunków GUS dotyczących PKB w 2008 r. (szacunki NBP).

□ **Wykres 2.13:**
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

□ **Wykres 2.14:**
Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach.



Źródło: Badania koniunktury GUS.

Bilans obrotów bieżących[26]

W III kw. 2008 r. deficyt obrotów bieżących był większy niż w analogicznym okresie 2007 r. Przyczynił się do tego przede wszystkim wzrost ujemnego salda obrotów towarowych oraz deficytu dochodów, w przeciwnym kierunku oddziaływał natomiast wzrost nadwyżek salda usług oraz salda transferów. W relacji do PKB deficyt na rachunku obrotów bieżących (w ujęciu czterech kwartałów) zwiększył się nieznacznie do 5,2% (wobec 5,1% po II kw.[27] i 4,4% po III kw. 2007 r.). Z kolei łączny deficyt rachunku bieżącego i kapitałowego w relacji do PKB wzrósł w III kw. 2008 r. do 3,7% (wobec 3,5% po II kw. 2008 r.); w analogicznym okresie 2007 r. relacja ta wyniosła 3,5% (Wykres 2.12).

Szacunki dotyczące IV kw. 2008 r. wskazują na dalsze zwiększenie się deficytu na rachunku obrotów bieżących, do czego w największym stopniu przyczyniało się zmniejszenie dodatniego salda transferów. Kontynuowana była również tendencja do pogłębiania się deficytu obrotów towarowych. Ocenia się, że po IV kw. ub.r. relacja deficytu obrotów bieżących do PKB wzrosła do 5,4%, a relacja deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB – do 4,3%.

2.2 Produkcja

Wartość dodana brutto wzrosła w III kw. 2008 r. o 4,7% r/r, zgodnie z oczekiwaniami z poprzedniego *Raportu*. Wstępne szacunki GUS za 2008 r. wskazują, że implikowane tempo wzrostu wartości dodanej brutto w IV kw. ub.r. obniżyło się do ok. 3,4% r/r (Wykres 2.13).

W III kw. 2008 r. zmniejszyły się wkłady przemysłu, budownictwa i usług rynkowych do wzrostu

[26] Zmiany w bilansie obrotów bieżących w IV kw. 2008 r. opisano na podstawie miesięcznych szacunków bilansu obrotów bieżących NBP za okres październik–grudzień 2008 r. Dane za IV kw. 2008 r. zostaną opublikowane 31 marca 2009 r.

[27] Wraz z publikacją danych dotyczących bilansu obrotów bieżących za III kw. 2008 r. NBP skorygował dane historyczne. Po uwzględnieniu tych korekt deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB po II kw. 2008 r. wyniósł 5,1%, nie zaś 4,9%, jak podano w poprzednim *Raporcie*.

wartości dodanej ogółem, przy czym największy spadek odnotował wkład tej pierwszej kategorii. Usługi rynkowe pozostały głównym czynnikiem wzrostu wartości dodanej brutto. Zgodnie z danymi implikowanymi na podstawie wstępnych szacunków GUS za 2008 r., w IV kw. ub.r. tendencja ta utrzymała się, a wkład przemysłu do wzrostu wartości dodanej brutto był po raz pierwszy od 2002 r. ujemny.

Tabela 2.4: Tempo wzrostu wartości dodanej i jej składników.

Zmiana kw\kw wyrównana sezonowo (proc.)	**2006**				**2007**				**2008**			
	q1	**q2**	**q3**	**q4**	**q1**	**q2**	**q3**	**q4**	**q1**	**q2**	**q3**	**q4**
Wartość dodana ogółem	1,3	2,1	1,6	1,6	1,9	1,1	1,8	1,5	1,0	1,6	0,5	0,4
Przemysł	2,8	2,9	2,6	2,0	3,0	1,1	2,7	3,0	-0,4	0,9	-0,5	-1,0
Budownictwo	-1,6	9,4	4,0	5,4	4,5	-0,1	4,3	2,0	5,4	3,5	0,5	-0,2
Usługi rynkowe	1,5	1,6	1,5	1,3	1,7	1,5	1,6	1,4	1,3	1,4	1,2	1,1

Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

W ocenie NBP w kolejnych kwartałach dynamika wartości dodanej będzie się nadal obniżać, co znajduje potwierdzenie w wynikach badań koniunktury GUS dla wszystkich sekcji gospodarki (Wykres 2.14).

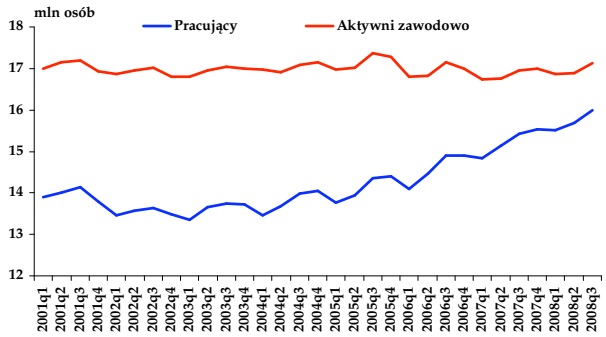
2.3 Rynek pracy

2.3.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W III kw. 2008 r. nadal szybko rósł popyt na pracę, natomiast w IV kw. nastąpiło jego wyhamowanie. W III kw. 2008 r. liczba pracujących w gospodarce według BAEL po raz kolejny wzrosła do poziomu najwyższego w historii badania, tj. od 1992 r. (Wykres 2.15 i Tabela 2.5). Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w III kw. 2008 r. utrzymało się na zbliżonym poziomie do odnotowanego w II kw. ub.r., a w IV kw. 2008 r. zaczęło się obniżać[28] (Wykres 2.16).

[28] Na wielkość zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w styczniu 2009 r. oprócz rzeczywistych zmian wielkości zatrudnienia istotny wpływ miała zmiana próby związana z weryfikacją wielkości badanych jednostek oraz modyfikacją klasyfikacji PKD. Z tych powodów interpretacja przyrostu liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw w styczniu br. jest utrudniona.

⊡ **Wykres 2.15:**
Pracujący w gospodarce oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL.



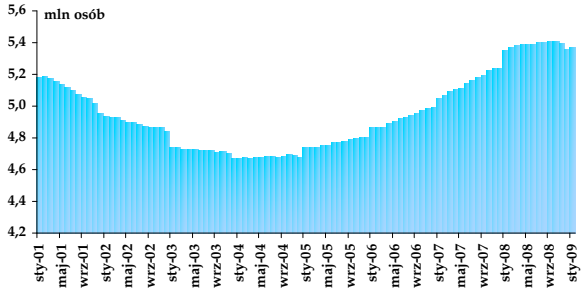
Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.5: Pracujący według BAEL w wybranych podziałach.

	Pracujący w 2008q3		Wzrost w 2008q2		Wzrost w 2008q3		Wzrost w 2008q2	Wzrost w 2008q3
	tys. osób	struktura (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	r/r tys. osób	r/r (proc.)	kw/kw odsezo-nowany	kw/kw odsezo-nowany
Ogółem	15 990	100,0	537	3,5	558	3,6	0,8	1,0
Poza rolnictwem indywidualnym	13 848	86,6	551	4,2	546	4,1	0,7	1,1
Miejsce zamieszkania								
miasto	9 854	61,6	373	4,0	383	4,0	0,7	0,5
wieś	6 131	38,3	163	2,8	169	2,8	0,0	0,6
Sektor ekonomiczny								
rolniczy	2 300	14,4	-32	-1,4	-1	0,0	-0,1	-1,1
przemysłowy	5 156	32,2	326	7,0	363	7,6	0,3	2,3
usługowy	8 522	53,3	237	2,9	187	2,2	0,5	0,4
Sektor własności								
publiczny	4 314	27,0	34	0,8	76	1,8	0,4	0,7
prywatny	11 676	73,0	502	4,6	482	4,3	0,5	0,5
Status zatrudnienia								
pracownicy najemni	12 318	77,0	464	4,0	512	4,3	0,7	1,3
pracodawcy i pracujący na własny rachunek	2 965	18,5	107	3,7	9	0,3	0,5	-0,7
pomagający członkowie rodzin	706	4,4	-33	-4,8	36	5,4	-1,0	1,9
Rodzaj umowy o pracę								
na czas określony	3 387	21,2	-12	-0,4	-6	-0,2	-0,6	0,5
na czas nieokreślony	8 932	55,9	475	5,7	518	6,2	0,9	1,6

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.
Wszystkie dynamiki na danych odesezonowanych obliczono po odsezonowaniu odpowiednich szeregów metodą TRAMO/SEATS na próbie I kw. 1995 r. - III kw. 2008 r. Szereg pracujących w sektorze publicznym odsezonomano na próbie I kw. 2002 r. – III kw. 2008 r.

□ **Wykres 2.16:**
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw.



Źródło: Dane GUS.

Osłabienie popytu na pracę w ostatnich miesiącach 2008 r. znalazło także odzwierciedlenie w zmniejszeniu się liczby ofert pracy zgłaszanych przez przedsiębiorców do urzędów pracy (w IV kw. 2008 r. o 21,9% r/r). Kolejnym sygnałem osłabiania popytu na pracę jest zdecydowane zmniejszenie się problemów z zatrudnieniem zgłaszanych przez pracodawców[29].

Wzrost liczby pracujących w całej gospodarce w

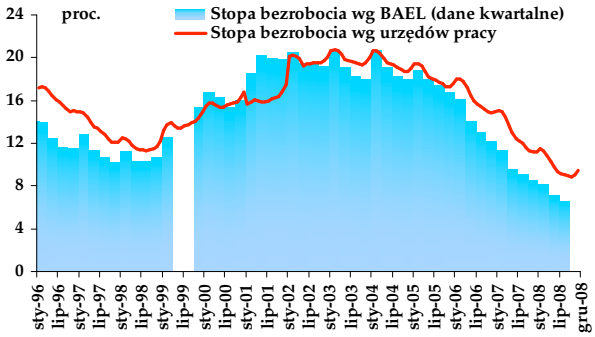
[29]Według badań koniunktury GUS w budownictwie w styczniu 2009 r. niedobór wykwalifikowanych pracowników deklarowało 32% pracodawców (wobec 55% w tym samym miesiącu rok wcześniej), a w przetwórstwie przemysłowym 13,5% w I kw. 2009 r. (wobec 29,4% w analogicznym okresie 2008 r.). Zgodnie z wynikami badań koniunktury NBP w IV kw. 2008 r. trudności z zatrudnieniem pracowników deklarowało 2,7% firm wobec 11,7% rok wcześniej.

III kw. 2008 r. w dalszym ciągu przyczyniał się do spadku stopy bezrobocia, zarówno obliczonego na podstawie BAEL, jak i rejestrowanego (Wykres 2.17). Stopa bezrobocia i liczba bezrobotnych według BAEL obniżyły się do najniższych poziomów od początku prowadzenia badań (odpowiednio do 6,6% i 1 132 tys. w III kw. 2008 r.). Stopa bezrobocia rejestrowanego w III kw. ub.r. wyniosła natomiast ok. 9%. O ile niewielki jej wzrost pod koniec 2008 r. (do 9,5% w grudniu) był spowodowany przede wszystkim czynnikami sezonowymi, to wstępne dane za styczeń 2009 r. (10,5%)[30] wskazują na istotny wzrost bezrobocia niezwiązany z czynnikami sezonowymi, co potwierdza pogorszenie się sytuacji na rynku pracy.

Wysoki wzrost wynagrodzeń, osłabienie bodźców do migracji zarobkowej oraz zwiększenie się liczby ludności w wielu produkcyjnym były czynnikami, które w III kw. 2008 r. przyczyniły się do dalszego wzrostu podaży pracy. Liczba osób aktywnych zawodowo wzrosła o 0,9% r/r do 17 122 tys. (po wzroście o 0,8% r/r w II kw. 2008 r.). Od początku 2008 r. zwiększał się również współczynnik aktywności zawodowej ogółem (w III kw. 2008 r. o 0,5 pkt. proc. r/r do 54,6%), przy czym szczególnie wysoki wzrost odnotowano w grupach osób w wieku 35–44 oraz 45–60/65 lat. Może to oznaczać, że z jednej strony dobra sytuacja na rynku pracy przyczyniła się do aktywizacji zawodowej osób starszych, a z drugiej strony, że powróciły do Polski z emigracji zarobkowej osoby bardziej aktywne w zakresie podejmowania lub poszukiwania pracy.

Wyniki badań koniunktury NBP[31] wskazują, że w kolejnych kwartałach sytuacja na rynku pracy będzie się pogarszać. W I kw. 2009 r. po raz kolejny obniżyły się prognozy przedsiębiorców dotyczące zatrudnienia i dotyczyło to wszystkich ankietowanych branż. W przemyśle oczekuje się spadku zatrudnienia, natomiast w budownictwie oraz handlu detalicznym – choć nadal spodziewany jest niewielki wzrost zatrudnienia – jego skala jest znacząco mniejsza niż w poprzednich kwartałach.

Wykres 2.17:
Stopa bezrobocia rejestrowanego według danych z urzędów pracy oraz stopa bezrobocia według BAEL.

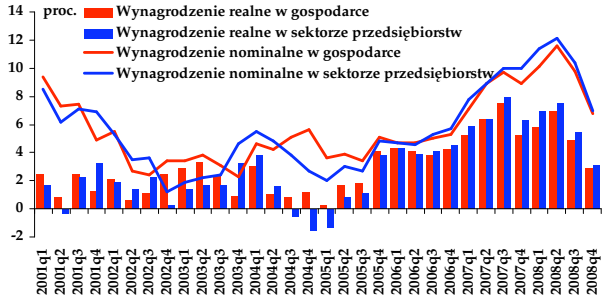


Źródło: Dane GUS.
Dane do 2002 r. skorygowane o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2002.
W II i III kw. 1999 r. badanie BAEL nie zostało przeprowadzone.
Różnice pomiędzy stopą bezrobocia BAEL i rejestrowanego mają dwie przyczyny: (1) Inna jest definicja osoby bezrobotnej. (2) Inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych.

[30] Zgodnie z informacją o sytuacji na rynku pracy w styczniu 2009 r. Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej.

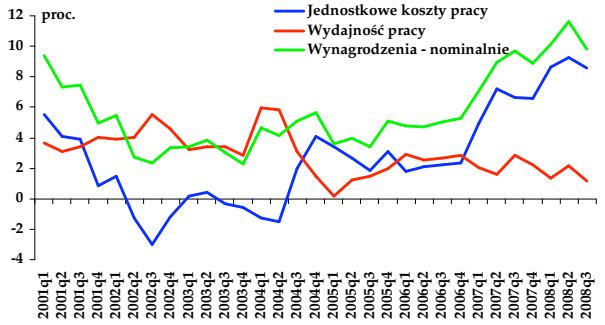
[31] Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r. oraz prognoz na I kw. 2009 r.*, NBP.

□ **Wykres 2.18:**
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie).



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

□ **Wykres 2.19:**
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce.



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

2.3.2 Płace i wydajność

W IV kw. 2008 r. dynamika nominalnych wynagrodzeń po raz kolejny obniżyła się zarówno w gospodarce (do 6,8% r/r wobec 9,8% r/r w III kw. ub.r.), jak i w sektorze przedsiębiorstw (do 7,0% r/r wobec 10,4% r/r w III kw. ub.r.; Wykres 2.18). Spadek rocznego tempa wzrostu wynagrodzeń w IV kw. ub.r. był znaczący – w przypadku wynagrodzeń w gospodarce był to najsilniejszy spadek odnotowany od II kw. 2000 r. – i będzie prawdopodobnie kontynuowany w kolejnych kwartałach[32].

W III kw. 2008 r. dynamika wydajności pracy[33] obniżyła się w stosunku do II kw. ub.r. (1,1% r/r wobec 2,2% r/r), co wynikało ze spadku dynamiki PKB przy stabilnym wzroście liczby pracujących. W efekcie większego obniżenia się dynamiki wynagrodzeń niż wydajności pracy tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w III kw. ub.r. zmniejszyło się w stosunku do poprzedniego kwartału (8,6% r/r wobec 9,2% r/r)[34] (Wykres 2.19). W grudniu 2008 r. dynamika jednostkowych kosztów pracy obniżyła się również w przedsiębiorstwach przemysłowych (Wykres 2.20), choć w całym IV kw. ub.r. była ona nadal wysoka[35], co związane było przede wszystkim z procyklicznym kształtowaniem się wydajności pracy w przemyśle. W kolejnych miesiącach spadkowi produkcji powinno towarzyszyć dalsze obniżanie się dynamiki wynagrodzeń, co będzie oddziaływać w kierunku obniżenia dyna-

[32] Znaczący spadek rocznej dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w grudniu 2008 r. (do 5,4% r/r z 7,4% r/r w listopadzie ub. r.) i jej istotny wzrost w styczniu 2009 r. (do 8,1% r/r) były prawdopodobnie w dużym stopniu efektem przesunięcia wypłat części wynagrodzeń z końca 2008 na początek 2009 r. ze względu na wprowadzenie korzystniejszych stawek podatku PIT od 2009 r.

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

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

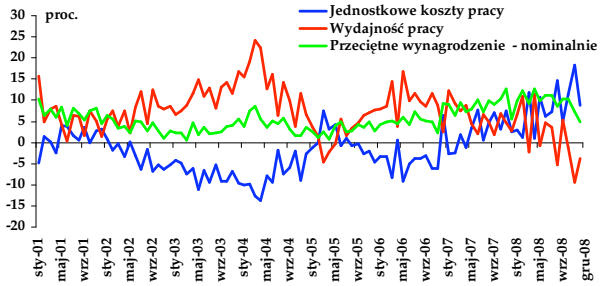
[35] Jednostkowe koszty pracy w przemyśle: przeciętne wynagrodzenie nominalne brutto w przemyśle do wydajności pracy w przemyśle (wydajność pracy w przemyśle: produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych do przeciętnego zatrudnienia w tym sektorze).

miki jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze.

Badania koniunktury NBP[36] wskazują, że presja na wzrost wynagrodzeń w przedsiębiorstwach znacząco zmalała. W I kw. 2009 r. zmniejszył się odsetek przedsiębiorstw, które planują podwyżki płac, przy czym średnia wysokość planowanych podwyżek wynagrodzeń pozostała na poziomie zbliżonym do odnotowanego w poprzednim kwartale[37]. Jednocześnie na niskim poziomie pozostaje odsetek firm, dla których wzrost wynagrodzeń stanowi główną przyczynę wzrostu cen oferowanych przez nie produktów[38].

Z kolei w badaniach koniunktury konsumenckiej GUS zwiększył się odsetek osób obawiających się wzrostu bezrobocia, co będzie zmniejszać presję płacową ze strony pracobiorców.

⊡ **Wykres 2.20:**
Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle.



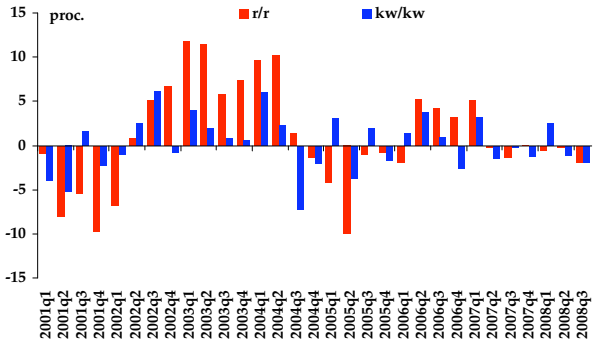
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

2.4 Inne koszty i ceny

2.4.1 Ceny zewnętrzne

W III kw. 2008 r. pogłębiły się spadki cen importu wyrażonych w PLN, do czego przyczyniły się opóźnione efekty aprecjacji nominalnego kursu złotego w I poł. 2008 r. Umocnienie złotego z jednej strony osłabiło wpływ silnego wzrostu cen ropy na ceny importu[39], z drugiej strony przyczyniło się do pogłębienia spadków cen pozostałych towarów importowanych traktowanych łącznie[40]. Wobec silniejszego obniżenia się cen eksportu niż cen importu w III kw. 2008 r. nastąpiło dalsze pogorszenie *terms of trade*.

⊡ **Wykres 2.21:**
Zmiany cen importu ogółem wyrażonych w złotych.



Źródło: Dane GUS.

[36] Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r. oraz prognoz na I kw. 2009 r.*, NBP.

[37] Średnia podwyżka w grupie przedsiębiorstw, które ją przewidują, wynosi 5,8% wobec 6,1% w IV kw. ub.r.

[38] Spośród firm, które deklarowały, że w I kw. 2009 r. podniosą płace, odsetek ten wyniósł 5,3%.

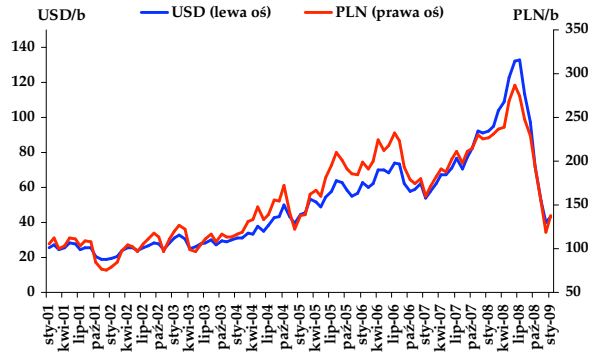
[39] W III kw. 2008 r. ceny importowe ropy naftowej wyrażone w PLN wzrosły o 34,4% r/r (wobec 30,1% w II kw. 2008 r.), podczas gdy wyrażone w USD wzrosły o 74,6% r/r (wobec 70,3% r/r w II kw. ub.r.).

[40] Ceny importowe pozostałych towarów (z wyłączeniem ropy naftowej) w PLN obniżyły się o 4,4% r/r (wobec spadku o 1,9% r/r w II kw. 2008 r.) i o 3,0% kw/kw (wobec wzrostu o 2,6% kw/kw w II kw. 2008 r.).

Silny spadek cen ropy zapoczątkowany w III kw. 2008 r. sprawił, że w IV kw. ub.r. ceny tego surowca były niższe niż rok wcześniej. Deprecjacja złotego w tym okresie spowodowała jednak, że skala spadku cen wyrażonych w PLN była znacznie mniejsza niż w przypadku cen wyrażonych w USD[41].

Do końca 2008 r. kontynuowany był silny spadek cen ropy naftowej związany z istotnym zmniejszeniem się popytu na ropę oraz znaczącym pogorszeniem perspektyw wzrostu w gospodarce światowej, co znalazło odzwierciedlenie w silnym obniżeniu prognoz globalnego zapotrzebowania na ropę[42]. Spadkowej tendencji cen nie powstrzymało ogłaszane przez OPEC w IV kw. 2008 r. dwukrotne obniżenie wielkości wydobycia ropy o bezprecedensowej skali (łącznie o 4,2 mln b/d). Na rynkach dominuje bowiem przekonanie, że krajom OPEC nie uda się w pełni zrealizować tych deklaracji, na co wskazuje dotychczasowe opóźnienie w realizacji decyzji OPEC[43]. Jednocześnie oczekuje się, że przynajmniej w części krajów sektor naftowy będzie znajdował się pod presją utrzymania produkcji na wyższym poziomie, jako że dochody ze sprzedaży ropy będą przeznaczone na finansowanie programów rządowych. Ponadto obniżenie produkcji ropy oznacza wzrost nadwyżek mocy produkcyjnych, który powinien wpłynąć stabilizująco na rynek ropy w przypadku nieoczekiwanych zakłóceń w podaży. Spadkowi bieżących cen ropy towarzyszyło obniżenie jej cen prognozowanych[44].

□ **Wykres 2.22:**
Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN.



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

[41] W listopadzie 2008 r. po raz pierwszy w ub.r. roczna dynamika cen ropy naftowej wyrażonych w PLN była ujemna. W porównaniu z listopadem 2007 r. ceny ropy wyrażone w PLN obniżyły się o 1,7% r/r, a wyrażone w USD o 12,5% r/r.

[42] Departament Energii oczekuje, że w 2009 r. światowe zapotrzebowanie na ropę naftową obniży się o 1,2 mln b/d. Oznaczałoby to drugi z kolei rok spadku światowego popytu na ten surowiec (według szacunków z lutego br. zapotrzebowanie na ropę w 2008 r. zmniejszyło się o ok. 30 tys. b/d) i jednocześnie najgłębszy od 1983 r.

[43] Według szacunków Departamentu Energii USA, OPEC obniżył produkcję ropy od września 2008 r. do stycznia 2009 r. o 2,1 mln b/d (oznacza to realizację 50% założonej redukcji wydobycia), natomiast OPEC szacuje, że kraje należące do tej organizacji obniżyły produkcję o 3,6 mln b/d (85% założonej redukcji).

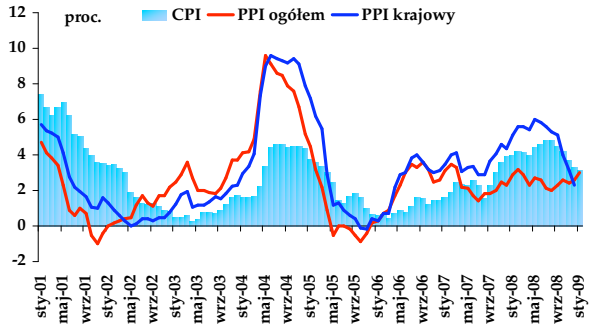
[44] Między październikiem 2008 r. a lutym 2009 r. Departament Energii USA obniżył prognozy cen ropy na 2009 r. o blisko 70 USD (ze 112,0 USD/b do 43,1 USD/b).

Po przejściowym wzroście cen ropy w I poł. stycznia 2009 r., spowodowanym przede wszystkim czynnikami o charakterze politycznym[45], nastąpiła ich stabilizacja na poziomie powyżej 40 USD/b. Głównymi czynnikami wpływającymi na kształtowanie się cen ropy w nadchodzącym okresie będą: niski popyt na ropę (możliwe jest dalsze obniżanie prognoz globalnego zapotrzebowania na ten surowiec w związku z obniżaniem prognoz wzrostu gospodarczego na świecie), wzrost zapasów i rosnące nadwyżki mocy produkcyjnych w krajach OPEC.

2.4.2 Ceny produkcji sprzedanej[46]

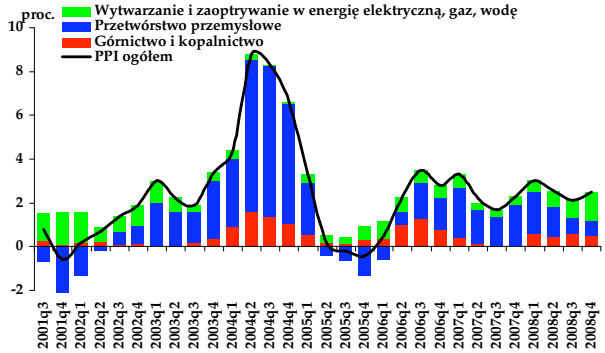
W IV kw. 2008 r. odnotowano wzrost dynamiki PPI do 2,5% r/r (Wykres 2.23). W wyniku osłabienia kursu złotego, które spowodowało wzrost dynamiki cen producenta dla dóbr eksportowanych, zmniejszyła się różnica pomiędzy dynamiką PPI na rynku krajowym a dynamiką PPI ogółem (z ponad 3 pkt proc. w III kw. 2008 r. do 0,6 pkt proc. w IV kw. ub.r.). Najwyższą dynamikę cen producenta odnotowano w sekcji *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę*, która miała jednocześnie największy wkład w dynamikę PPI ogółem. Podobnie jak w III kw. 2008 r., na wysokim poziomie kształtowała się dynamika cen produkcji w *górnictwie*. Pomimo dużego udziału *przetwórstwa przemysłowego* w produkcji przemysłowej, ze względu na niską dynamikę cen producenta, wpływ tej sekcji na roczną dynamikę PPI był stosunkowo niewielki (Wykres 2.24).

□ **Wykres 2.23:**
Zmiany CPI i PPI (r/r).



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

□ **Wykres 2.24:**
Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu.



Źródło: Dane GUS.

[45] Do wzrostu cen ropy na początku stycznia br. przyczyniło się przede wszystkim wstrzymanie dostaw rosyjskiego gazu przez terytorium Ukrainy oraz atak Izraela na Strefę Gazy i spekulacje o możliwości włączenia się Iranu w ten konflikt.

[46] Ceny produkcji sprzedanej przemysłu ogółem oraz w trzech głównych sekcjach (tj. *górnictwo i kopalnictwo*, *przetwórstwo przemysłowe* oraz *wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę*) odnoszące się do określonego miesiąca są publikowane w kolejnym miesiącu kalendarzowym, natomiast ceny w poszczególnych działach *przetwórstwa przemysłowego* oraz ceny producentów na rynku krajowym dostępne są z większym opóźnieniem (około dwumiesięcznym).

2.5 Rynki finansowe[47]

2.5.1 Ceny aktywów i stopy procentowe

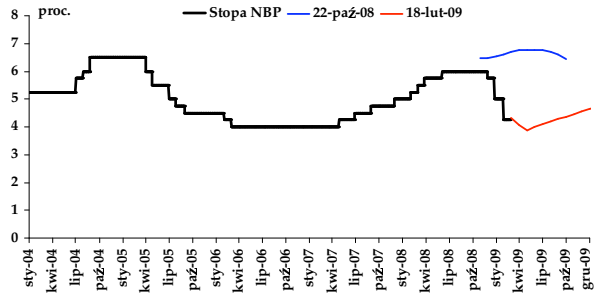
Krótkoterminowe stopy procentowe

Od publikacji ostatniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną łącznie o 175 punktów bazowych do poziomu 4,25%. Obniżek stóp dokonano w listopadzie i grudniu 2008 r. (odpowiednio o 25 i 75 punktów bazowych) oraz w styczniu 2009 r. (o 75 punktów bazowych). Wraz z obniżkami stopy referencyjnej nastąpił również spadek stóp na rynku międzybankowym (WIBOR 3M obniżył się z 6,86% przeciętnie w ostatnim tygodniu października ub.r. do 4,71% przeciętnie w drugim tygodniu lutego br.). W listopadzie ub.r. analitycy oczekiwali utrzymania stopy referencyjnej na niezmienionym poziomie, natomiast obniżki stóp w grudniu ub.r. oraz styczniu br. były nieco większe od konsensusu rynkowego. Obniżki stóp NBP miały miejsce w okresie znaczącego łagodzenia polityki pieniężnej przez banki centralne krajów wysoko rozwiniętych, a także przez większość banków centralnych krajów rozwijających się.

W ślad za zmianami stóp procentowych NBP nastąpiła istotna zmiana oczekiwań wobec przyszłej wysokości stopy referencyjnej. Analitycy ankietowani przez agencję Reutera w lutym br. oczekiwali głównej stopy NBP w grudniu 2009 r. na poziomie 3,00%[48], podczas gdy jeszcze w listopadowej ankiecie oczekiwali oni obniżenia stopy referencyjnej do poziomu 5,00% (mediana) w horyzoncie rocznym.

Stawki kontraktów FRA na przyszłą stopę WIBOR 3M (Wykres 2.25) w horyzoncie roku (bez wyłączenia premii za ryzyko) mogłyby wskazywać na oczekiwania wobec wysokości stóp NBP na poziomie 3,75–4,00% w horyzoncie najbliższych trzech miesięcy oraz 4,50% w horyzoncie roku. Należy jednak podkreślić, że kwotowania tych

⊡ **Wykres 2.25:**
Oczekiwany poziom stopy referencyjnej NBP na podstawie kontraktów FRA.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Reuters.

[47] Przedstawione w tym rozdziale dane uwzględniają informacje dostępne do 18 lutego 2009 r.

[48] W ankiecie z 10 lutego br. 45% analityków oczekiwało, że główna stopa procentowa NBP osiągnie w grudniu 2009 r. poziom 3,00%, 32% oczekiwało stopy na poziomie 2,50–2,75%, a 23% na poziomie 3,25–3,50%.

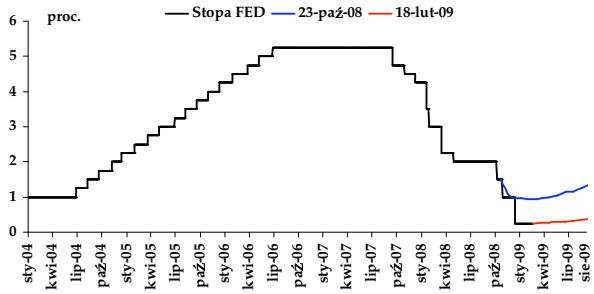
kontraktów nadal mogą być zaburzone przez podwyższoną premię za ryzyko zawartą w stopie WIBOR. Po nagłym wzroście w II poł. października 2008 r., stawki kontraktów terminowych na stopę WIBOR zaczęły stopniowo spadać zgodnie z kierunkiem oczekiwań rynkowych wobec zmian stóp procentowych NBP. Do spadku oprocentowania na rynku pieniężnym mogło się przyczynić – oprócz obniżek stopy referencyjnej – również podjęcie przez NBP w październiku ub.r. działań w celu usprawnienia funkcjonowania rynku międzybankowego (tzw. "Pakiet zaufania"[49]). Jednak od II poł. stycznia br. stawki kontraktów terminowych ponownie wzrosły, odzwierciedlając wzrost awersji do ryzyka względem krajów rozwijających się. Ponadto znaczące zmiany kursu walutowego mogły przyczynić się do rewizji oczekiwań, zawartych w stawkach FRA, wobec zmian stóp procentowych NBP w 2009 r.

Od publikacji ostatniego *Raportu* Fed obniżył główną stopę procentową łącznie o 125 punktów bazowych do poziomu 0,00–0,25%. Od końca października 2008 r. istotnie zmieniły się oczekiwania co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Zgodnie z notowaniami rynku terminowego obecnie oczekuje się, że w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy stopa funduszy federalnych zostanie utrzymana na niezmienionym poziomie (Wykres 2.26).

Od końca października 2008 r. Europejski Bank Centralny (EBC) obniżył główną stopę procentową łącznie o 175 punktów bazowych do poziomu 2,00%. Aktualne notowania rynku terminowego wskazują na oczekiwania dalszego spadku oprocentowania w strefie euro do poziomu 1,00% w I poł. 2009 r. Oczekiwania na dalsze obniżenie stopy referencyjnej EBC w I poł. br. podyktowane są ryzykiem znacznie silniejszego niż wcześniej oczekiwano spadku aktywności gospodarczej w strefie euro (Wykres 2.27).

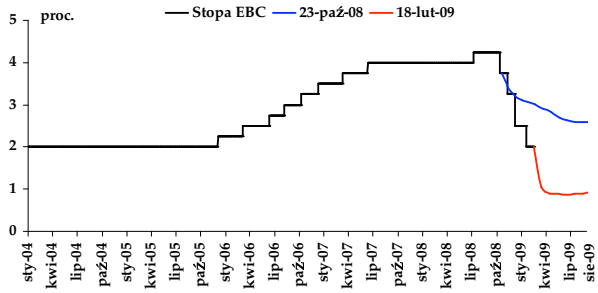
[49] Działania podjęte przez NBP w ramach "Pakietu zaufania" obejmują: operacje zasilające w płynność w złotym (repo o terminie zapadalności do 3 miesięcy), operacje zasilania w waluty obce (swapy walutowe) oraz wprowadzenie modyfikacji w systemie operacyjnym kredytu lombardowego (m.in. rozszerzenie listy zabezpieczeń akceptowanych przy udzielaniu kredytu lombardowego o papiery dłużne zdeponowane w KDPW, tj. obligacje komunalne, obligacje korporacyjne emitentów krajowych, listy zastawne oraz obligacje EBI).

⊡ **Wykres 2.26:**
Oczekiwany poziom stopy funduszy federalnych Fed.



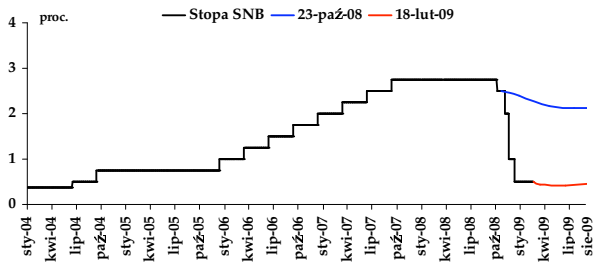
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

⊡ **Wykres 2.27:**
Oczekiwany poziom stopy refinansowej EBC.



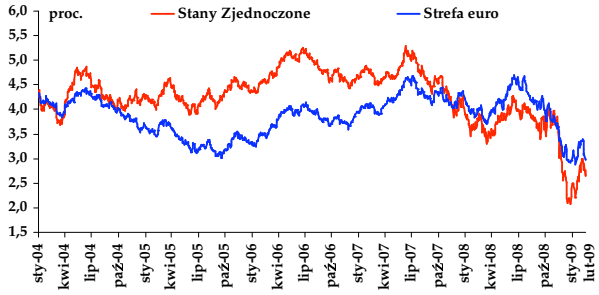
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

□ **Wykres 2.28:**
Oczekiwany poziom stopy procentowej SNB.



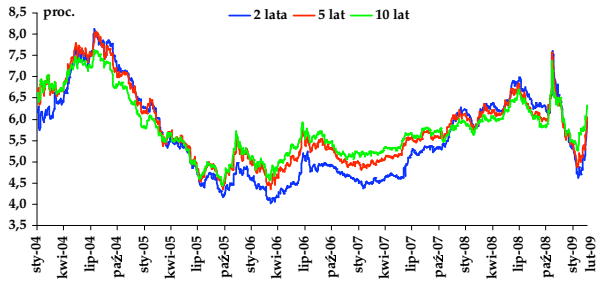
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

□ **Wykres 2.29:**
Rentowność obligacji 10-letnich w Stanach Zjedoczonych i strefie euro.



Źródło: Dane Bloomberg.

□ **Wykres 2.30:**
Rentowność polskich obligacji benchmarkowych



Źródło: Dane Reuters.

Od publikacji ostatniego *Raportu* Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) obniżył stopę procentową łącznie o 200 punktów bazowych. W opinii SNB szybko pogarszająca się sytuacja ekonomiczna w otoczeniu zewnętrznym Szwajcarii przyczyni się do głębszego niż wcześniej zakładano osłabienia koniunktury krajowej. Aktualne oczekiwania rynkowe wskazują na utrzymanie stopy procentowej SNB na poziomie 0,50% w horyzoncie najbliższych sześciu miesięcy (Wykres 2.28).

Długoterminowe stopy procentowe i rynek akcji

Od publikacji ostatniego *Raportu* rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro znacząco się obniżyły ze względu na niepewność dotyczącą głębokości i trwałości recesji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Niepewność na światowych rynkach finansowych, związana z obawami dotyczącymi pogłębienia się kryzysu w gospodarce amerykańskiej i przeniesienia się jego skutków na inne kraje, pozostawała wysoka. Powodowało to wzrost awersji do ryzyka, który przyczynił się do zmiany preferencji inwestycyjnych, polegającej na wyprzedaży aktywów bardziej ryzykownych (np. akcji) i lokowaniu ich w bezpieczniejsze aktywa, np. rządowe papiery wartościowe krajów rozwiniętych (Wykres 2.29). Od początku br. rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro zaczęły jednak ponownie wzrastać. Wzrost ten mógł być związany z pewnym spadkiem awersji do ryzyka w obliczu lepszych niż oczekiwano danych z amerykańskiego rynku nieruchomości za grudzień 2008 r. Niemniej jednak awersja do ryzyka na światowych rynkach finansowych pozostaje wysoka, czego odzwierciedleniem był ponowny spadek rentowności obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych i strefie euro w lutym br.

Po gwałtownym wzroście rentowności polskich obligacji w II poł. października 2008 r., związanym z bardzo silnym wzrostem awersji do ryzyka odzwierciedlonym m.in. w stawkach kontraktów CDS (patrz ramka), od II poł. listopada nastąpiło ich znaczące obniżenie. W okresie od końca października do 20 stycznia br. rentowności obli-

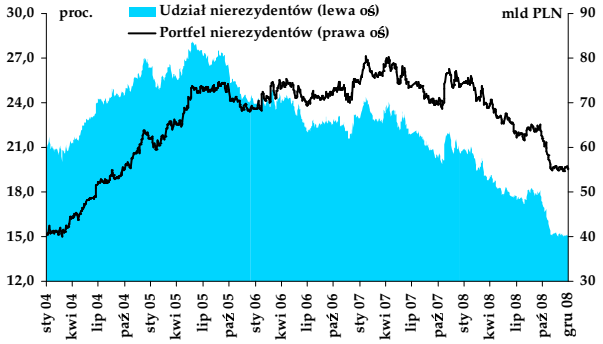
gacji 2-letnich obniżyły się o ponad 280 punktów bazowych, 5-letnich – o ok. 260 punktów bazowych, a 10-letnich – o blisko 190 punktów bazowych. W efekcie poprawy nastawienia do rynku obligacji rentowności papierów skarbowych przejściowo (20 stycznia br.) osiągnęły poziomy obserwowane ostatnio w maju 2007 r. Krajowymi czynnikami, które wpłynęły na poprawę nastrojów na rynku obligacji, było obniżenie się inflacji w grudniu 2008 r. do 3,3% r/r, a więc poniżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP, oraz pogarszające się perspektywy gospodarcze zwiększające prawdopodobieństwo kolejnych obniżek stóp procentowych NBP. Wśród czynników zewnętrznych kluczową rolę odgrywały znaczne spadki rentowności obligacji skarbowych zarówno na rynkach bazowych, jak i w regionie (Wykres 2.30). W II poł. stycznia br. rentowności polskich obligacji zaczęły jednak ponownie wzrastać. Pogarszające się perspektywy gospodarcze krajów Europy Środkowo-Wschodniej miały negatywny wpływ na postrzeganie przez inwestorów ryzyka inwestycyjnego w regionie, w tym również w Polsce. W efekcie, między 20 stycznia a 17 lutego br. rentowności polskich 5- i 10-letnich obligacji skarbowych wzrosły przeciętnie o 120 punktów bazowych, a obligacji 2-letnich – o ok. 100 punktów bazowych. Do wzrostu rentowności na krajowym rynku długu przyczyniło się także zmniejszenie skali oczekiwanych obniżek stóp NBP oraz wzrost rentowności obligacji rządowych na rynkach bazowych.

Po osiągnięciu w II poł. października 2008 r. poziomu 340 punktów bazowych, w styczniu br. spread polskiej 10-letniej obligacji skarbowej względem obligacji niemieckiej o zbliżonym terminie zapadalności obniżył się do poziomu 225 punktów bazowych. Następnie jednak spread ten ponownie zaczął wzrastać i 18 lutego br. osiągnął poziom 328 punktów bazowych[50].

W październiku ub.r. nierezydenci istotnie zmniejszyli swoje zaangażowanie na rynku obligacji skarbowych w Polsce, co było wynikiem znacznego wzrostu awersji do ryzyka wśród inwestorów zagranicznych. W listopadzie i grudniu ub.r. odpływ kapitału zagranicznego z polskiego rynku

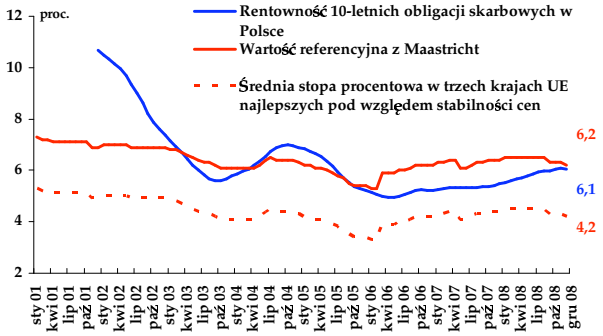
[50] W przypadku obligacji czeskich i węgierskich spread ten wyniósł odpowiednio 197 i 865 punktów bazowych.

□ **Wykres 2.31:**
Zaangażowanie nierezydentów w rynek polskich papierów skarbowych.



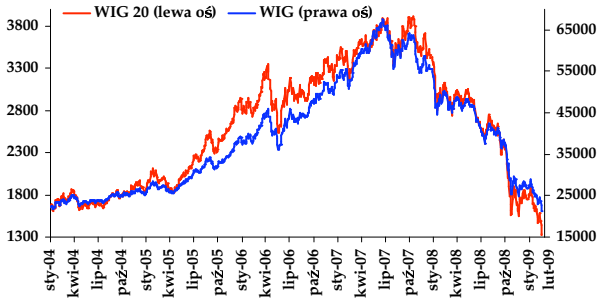
Źródło: Dane KDPW.

□ **Wykres 2.32:**
Rentowność obligacji skarbowych w Polsce a wartość referencyjna dla kryterium stóp procentowych.



Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych Eurostat.

□ **Wykres 2.33:**
Wartości indeksów WIG i WIG 20.



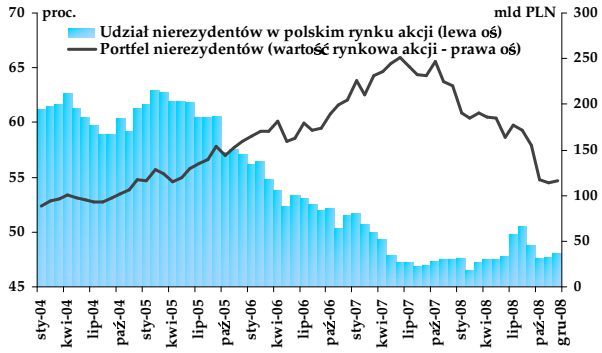
Źródło: Dane Reuters.

długu jednak wyhamował dzięki pewnemu uspokojeniu sytuacji na rynkach finansowych regionu. (Wykres 2.31).

Rentowność polskich obligacji długoterminowych w ujęciu średniorocznym, wykorzystywana do oceny spełnienia kryterium stóp procentowych z Maastricht w ciągu ostatnich kilku miesięcy powoli wzrastała i zbliżała się do wartości referencyjnej z Maastricht. W grudniu 2008 r. średnia roczna rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych w Polsce wyniosła 6,1%, podczas gdy wartość referencyjna wyniosła 6,2% (Wykres 2.32). Od końca 2005 r. Polska spełnia kryterium stóp procentowych.

Sytuacja na krajowym rynku akcji odzwierciedlała nastroje panujące na rynkach międzynarodowych. We wrześniu i październiku 2008 r. na GPW miała miejsce gwałtowna przecena (Wykres 2.33), której towarzyszył znaczny odpływ zagranicznych inwestycji portfelowych (Wykres 2.34). Po okresie silnej wyprzedaży, na przełomie października i listopada nastąpił dynamiczny wzrost kursów akcji. Październikowe spadki i następujące po nich wzrosty z przełomu października i listopada wyznaczyły przedział, w ramach którego ceny akcji poruszały się do początku lutego br. W listopadzie ub.r. występowała duża zmienność notowań na GPW, nastąpił również niewielki napływ inwestycji nierezydentów. Napływ ten wynikał jednak głównie z zakupów akcji pojedynczej spółki (Enea), która w ramach prywatyzacji zadebiutowała w listopadzie ub.r. na GPW. W grudniu 2008 r. WIG20 odnotował wzrost o 4,9%, w miesiącu tym miał miejsce również niewielki napływ inwestycji nierezydentów, natomiast w styczniu br. wartość indeksu obniżyła się o 10,9%. Spadki cen akcji kontynuowane były w lutym br.: w dn. 2–18 lutego br. WIG20 spadł o 12,7% do poziomu najniższego od lipca 2003 r.

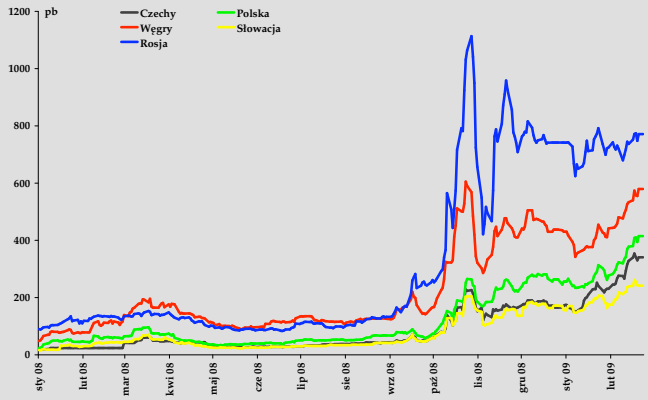
□ **Wykres 2.34:**
Zaangażowanie nierezydentów w polski rynek akcji (ustalone wg wartości rynkowej akcji).



Źródło: Dane NBP.

Rynek CDS

Rynek instrumentów *credit default swap* (CDS) rozwijał się w latach 90. XX w. na bazie transakcji zawieranych *over-the-counter*, negocjowanych indywidualnie pomiędzy uczestnikami rynku międzybankowego. Wartość kontraktów CDS na globalnym rynku szacowana była w I poł. 2008 r. na ok. 57 bln USD, co przekracza 8% rynku instrumentów pochodnych[1], jednak w wyniku światowego kryzysu finansowego obroty na tym rynku mogły się znacząco zmniejszyć. Typowy kontrakt CDS jest kontraktem zawieranym pomiędzy dwiema stronami w celu przeniesienia ryzyka kredytowego posiadanych przez jedną ze stron papierów dłużnych na wypadek wystąpienia zdarzenia kredytowego wyspecyfikowanego w kontrakcie. Kontrakty CDS służą zatem do "ubezpieczenia"[2] ryzyka kredytowego emitenta papierów dłużnych i obrazują oczekiwania rynku dotyczące prawdopodobieństwa zajścia danego zdarzenia kredytowego. W ostatnich latach inwestorzy zaczęli wykorzystywać te kontrakty, aby uzyskać ekspozycję na ryzyko kredytowe emitenta obligacji. Mogło to prowadzić do sytuacji, w której wartość nominalna kontraktów CDS w posiadaniu inwestorów przekraczała wartość emisji ubezpieczanych papierów dłużnych.



Wykres R.2.1: Stawki CDS w wybranych krajach.
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Kupujący ochronę kredytową zobowiązany jest do zapłaty określonej premii sprzedającemu ochronę kredytową w okresie obowiązywania kontraktu. Premia – rozumiana jako cena kontraktu CDS, tzw. spread CDS – jest określana w punktach bazowych od ubezpieczanej wartości papierów dłużnych. W przypadku niewystąpienia zdarzenia kredytowego kupujący kontynuuje opłacanie premii aż do momentu zapadalności instrumentu CDS. Z kolei wystąpienie określonego w kontrakcie zdarzenia kredytowego obliguje sprzedającego CDS do wypłaty odszkodowania. Do zdarzeń kredytowych zalicza się m.in.: bankructwo emitenta ubezpieczanych papierów dłużnych, niemożność spłaty przez niego zobowiązań z tytułu wyemitowanych papierów, moratorium na spłatę długu lub jego restrukturyzację.

Wypłata może odbywać się poprzez rozliczenie gotówkowe lub fizyczne. Rozliczenie gotówkowe polega na przekazaniu przez sprzedawcę kontraktu kwoty odszkodowania na rzecz kupującego. Ponieważ kupujący pozostaje w posiadaniu ubezpieczanych papierów dłużnych, kwotę przekazywaną przez sprzedawcę kontraktu kupującemu kontrakt uzyskuje się, odejmując od kwoty kontraktu CDS bieżącą wartość rynkową tych papierów po wystąpieniu zdarzenia kredytowego. W przypadku rozliczenia fizycznego w momencie wystąpienia zdarzenia kredytowego kupujący przekazuje sprzedającemu ochronę kredytową papiery dłużne w zamian za wypłatę pełnej kwoty pieniężnej, na którą opiewa kontrakt.

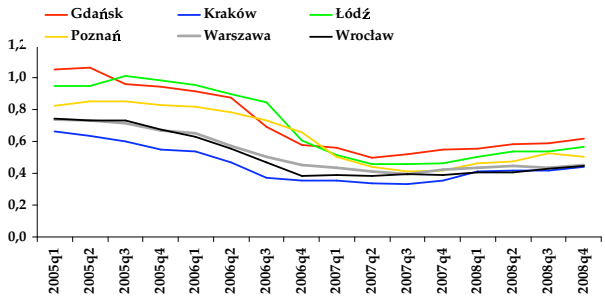
Wykres R.2.1 przedstawia wartości stawek CDS dla obligacji rządowych z wybranych rynków wschodzących od początku 2008 r. Pierwsza fala wzrostu stawek CDS była związana z przejęciem banku inwestycyjnego Bear Stearns przez JP Morgan w marcu 2008 r. Jednak dopiero bankructwo Lehman Brothers we wrześniu ub.r. doprowadziło do bardzo silnego wzrostu stawek CDS, co

można tłumaczyć tzw. ucieczką do jakości (*flight to quality*) i chęcią zmniejszenia ekspozycji na ryzyko kredytowe. Ze względu na niski stopień przejrzystości rynku kontraktów CDS trudno ocenić, w jakim stopniu ceny ochrony kredytowej długu krajów rozwijających się są odzwierciedleniem zwiększonego ryzyka kredytowego i oceny prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia kredytowego, a w jakim są związane z zaburzeniami na rynkach finansowych, prowadzących do ograniczenia zawieranych transakcji CDS.

———————

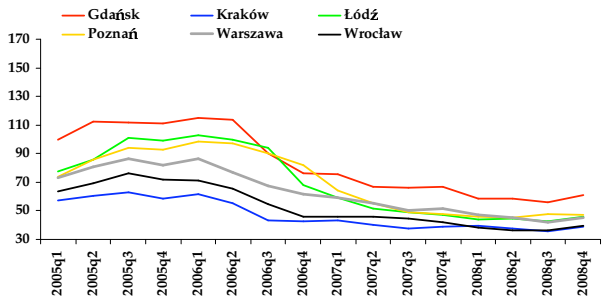
[1]BIS Quaterly Review, December 2008.
[2]Ubezpieczenie należy rozumieć jako ochronę przed ryzykiem kredytowym poprzez przeniesienie tego ryzyka na drugą stronę kontraktu.

□ **Wykres 2.35:**
Dostępność mieszkania (liczba m^2 mieszkania po średniej cenie z rynku pierwotnego i wtórnego, którą można nabyć za lokalne przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw).



Źródło: Dane NBP, GUS.

□ **Wykres 2.36:**
Kredytowa dostępność mieszkania w PLN (liczba m^2 mieszkania, których zakup można sfinansować kredytem złotowym przy dochodach równych lokalnemu przeciętnemu wynagrodzeniu brutto skorygowanemu o minimalne wynagrodzenie w gospodarce).



Źródło: Dane NBP, GUS.

Ceny mieszkań

W II poł. 2008 r. ofertowe ceny mieszkań zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym wykazywały niewielką tendencję spadkową. Chociaż w II poł. 2008 r. ceny ofertowe były średnio niższe niż w I poł. ub.r., występowało pewne zróżnicowanie zmian cen w ujęciu kw/kw pomiędzy rynkiem pierwotnym i wtórnym, zarówno w poszczególnych kwartałach II półrocza 2008 r., jak i w poszczególnych regionach Polski. W ujęciu rocznym w II poł. ub.r. spadki cen zaobserwowano zarówno w dużych, jak i małych i średnich miastach. Według danych dostępnych dla siedmiu największych rynków miejskich, w 2008 r. nastąpił również nieznaczny spadek cen transakcyjnych na rynku wtórnym.

W II poł. 2008 r. na największych rynkach nieruchomości występowała tendencja do pogłębiania się nierównowagi pomiędzy rosnącą podażą mieszkań a popytem na nie. Głównymi czynnikami nierównowagi były nadal relatywnie wysokie ceny mieszkań oraz rosnące koszty i ograniczana dostępność kredytów mieszkaniowych. Istotną rolę odgrywały również oczekiwania na spadki cen wywołane licznymi doniesieniami prasowymi o trudnej sytuacji deweloperów. W konsekwencji, według informacji rynkowych, liczba mieszkań sprzedanych w 2008 r. była znacząco niższa od tej z 2007 r. W sytuacji rosnącej podaży (według danych GUS w 2008 r. oddano do użytkowania o 24% więcej mieszkań niż w 2007 r.) skutkowało to narastaniem liczby niesprzedanych mieszkań, a w połączeniu z wystawianymi na sprzedaż mieszkaniami zakupionymi w celach spekulacyjnych powoduje obecnie silną presję na obniżki cen.

Tabela 2.6: Zmiana średniej ceny mieszkania na wybranych rynkach lokalnych.

	gru 2005	gru 2006	gru 2007	gru 2008	mar 2008	cze 2008	wrz 2008	gru 2008	gru 2008
	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	r/r (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	kw/kw (proc.)	Średnia cena (zł/m^2)
	Rynek pierwotny – ceny ofertowe								
Polska ogółem	7,9	51,5	21,1	-0,6	1,4	0,3	-1,6	-0,8	7434
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce‡†	12,6	56,1	19,7	-2,4	0,8	0,9	-1,4	-2,7	7955
Miasta wojewódzkie‡	15,0	45,2	22,7	-3,4	0,7	-0,6	-1,6	-1,9	7626
Małe i średnie miasta‡	7,0	10,4	95,7	-0,8	-0,1	1,1	-8,4	7,1	6314
Warszawa	12,9	54,3	13,1	3,6	2,7	3,2	-0,1	-2,2	8895
Kraków	22,3	67,4	15,7	-10,4	-1,9	-5,3	-1,0	-2,6	7374
Wrocław	17,9	101,2	8,1	-2,1	5,1	2,6	-8,1	-1,1	7352
Gdańsk	15,7	63,7	22,6	-5,7	-0,5	-3,1	0,5	-2,6	6473
Gdynia	8,5	46,0	48,5	-15,6	-5,9	-8,7	30,3	-24,6	6905
Poznań	3,0	18,9	119,2	-11,9	-5,2	3,4	-15,4	6,1	7797
Łódź	-5,3	67,4	37,8	-8,3	4,8	-6,5	-2,5	-4,1	5566
	Rynek wtórny – ceny ofertowe								
Polska ogółem	8,7	77,6	10,9	-9,2	-3,0	-4,0	1,9	-4,4	5051
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce‡†	-1,6	84,1	4,6	-0,4	2,6	1,0	-3,4	-0,6	6992
Miasta wojewódzkie‡	4,5	82,2	3,6	-3,9	-1,4	-2,4	2,3	-2,4	5729
Małe i średnie miasta‡	9,6	49,4	47,7	-4,1	1,8	-3,8	0,6	-2,7	4532
Warszawa	15,1	55,6	14,5	5,3	6,4	-3,7	5,1	-2,1	9811
Kraków	31,3	62,4	8,4	-10,8	-10,6	4,0	-0,3	-3,7	7252
Wrocław	13,8	74,8	11,1	-4,5	0,9	0,0	-0,5	-4,8	6883
Gdańsk	18,9	82,5	24,2	-5,6	1,6	-1,6	-3,1	-2,6	6667
Gdynia	17,7	77,8	10,4	3,3	4,8	0,5	3,4	-5,1	6912
Poznań	4,5	49,4	36,7	0,2	0,0	-2,1	-1,4	3,8	6407
Łódź	3,9	74,5	47,3	-10,3	-6,3	-4,6	3,6	-3,1	4411
	Rynek wtórny – ceny transakcyjne#								
Najważniejsze rynki mieszkaniowe w Polsce†	b.d.	b.d.	31,3	-1,1	0,0	-1,8	-2,3	2,4	7241
Warszawa	b.d.	b.d.	24,7	1,6	1,7	-1,9	-0,9	2,7	10346
Kraków	b.d.	b.d.	12,0	-3,7	-0,5	3,4	-9,1	3,0	6430
Wrocław	b.d.	b.d.	11,5	0,2	-1,3	0,2	3,7	-2,3	5928
Gdańsk	b.d.	b.d.	49,0	-3,5	-1,5	-0,1	-3,2	1,3	6042
Gdynia	b.d.	b.d.	31,3	0,5	2,4	-3,7	-4,7	7,1	6208
Poznań	b.d.	b.d.	52,0	-8,3	2,1	-11,0	-1,3	2,3	5073
Łódź	b.d.	b.d.	62,9	0,5	1,2	-1,5	-2,6	3,5	4018

Źródło: Szacunki NBP na podstawie danych z bazy cen ofertowych *PONT Info Nieruchomości*, transakcyjna baza cen nieruchomości NBP oraz AMRON.

† Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Gdynia, Poznań, Łódź. Wyboru dokonano biorąc pod uwagę m.in. liczbę zawieranych transakcji, wielkość budownictwa mieszkaniowego, potencjał rozwojowy miasta.

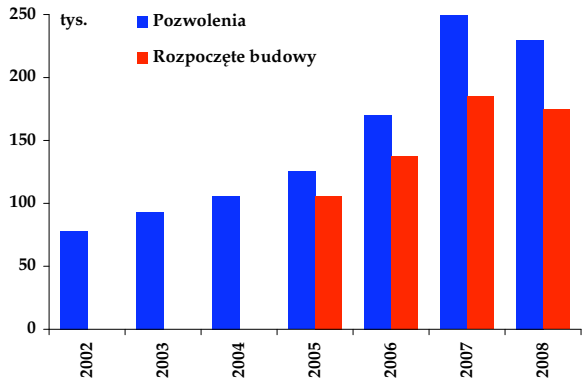
‡ Średnie ważone liczbą ofert w próbie (wagi dla miast zmienne w zależności od wielkości próby).

Indeks cen transakcyjnych, metoda średniej ważonej według zmiennej klasyfikacyjnej *lokalizacja*.

Kształtowanie się sytuacji na rynku mieszkań w 2009 r. będzie wypadkową decyzji deweloperów, gospodarstw domowych oraz banków. Biorąc pod uwagę występującą obecnie dużą podaż mieszkań, ograniczoną dostępność kredytów mieszkaniowych (w szczególności kredytów walutowych), nadal stosunkowo wysokie ceny mieszkań oraz tendencję gospodarstw domowych do odraczania popytu, prawdopodobny jest dalszy spadek cen mieszkań. Ponadto prawdopodobny jest dalszy spadek liczby nowo rozpoczynanych budów (Wykres 2.37), co jest sygnalizowane przez spadek liczby wydanych pozwoleń na budowę, oraz odraczanie przez deweloperów terminu oddania mieszkań już rozpoczętych na kolejne lata.

Współczynniki dostępności mieszkania oraz jego kredytowej dostępności utrzymywały się w II poł. 2008 r. na dosyć stabilnym poziomie wskutek równoważenia się wpływu wzrostu wynagrodzeń, niewielkiego spadku cen mieszkań oraz wzrostu oprocentowania kredytów mieszkaniowych (Wykresy 2.35, 2.36).

⊡ Wykres 2.37:
Liczba wydanych pozwoleń na budowę mieszkań oraz rozpoczętych budów.

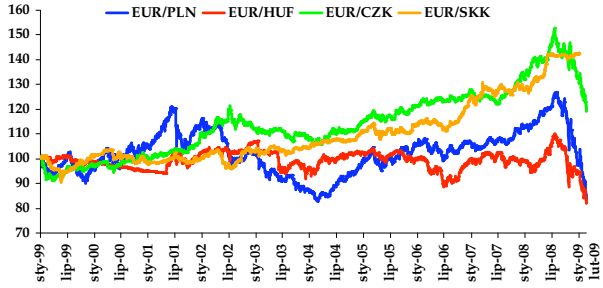


Źródło: Dane GUS.
Dane wstępne za 2008 r.

2.5.2 Kurs walutowy

Od lipca 2008 r. nastąpiło znaczące osłabienie nominalnego kursu złotego zarówno wobec euro, jak i wobec dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego. Od publikacji październikowego *Raportu* do 19 lutego 2009 r. złoty osłabił się o 30% wobec dolara amerykańskiego, o 35% wobec euro oraz o 27% względem franka szwajcarskiego. W tym czasie obserwowane było również istotne osłabienie innych walut regionu, tj. forinta węgierskiego oraz korony czeskiej, choć skala deprecjacji tych walut była mniejsza niż w przypadku złotego (Wykres 2.38).

⊡ Wykres 2.38:
Nominalne kursy walut krajów CEE-4 względem euro (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane EcoWin.

Do deprecjacji złotego przyczyniały się przede wszystkim czynniki globalne, w tym utrzymująca się wysoka awersja do ryzyka prowadząca do odpływu kapitału z rynków wschodzących. Warto podkreślić, że od lipca ub.r., kiedy odnotowano najmocniejszy w historii kurs złotego wobec euro, osłabiały się znacząco nie tylko waluty gospodarek wschodzących, ale także niektóre waluty krajów wysoko rozwiniętych. Oprócz czynników globalnych w kierunku osłabienia złotego oddziaływały także informacje o pogarszaniu

się salda na rachunku obrotów bieżących w Polsce oraz oczekiwania wskazujące na głębsze niż wcześniej zakładano spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2009 r., w obliczu przybierającej na sile recesji w gospodarce światowej.

Od sierpnia 2008 r. wraz z deprecjacją nominalnego efektywnego kursu złotego obserwowana była zbliżona co do skali deprecjacja realnego kursu złotego (Wykres 2.39).

2.5.3 Kredyt i pieniądz[51]

Kredyt

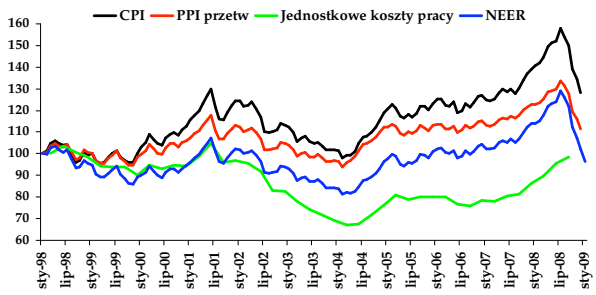
Ze względu na zaostrzenie przez banki polityki kredytowej oraz obniżenie aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw związane z pogorszeniem koniunktury, roczne tempo wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw w styczniu 2009 r. w porównaniu z wrześniem ub.r. spadło o 5,1 pkt. proc., pozostając jednak na relatywnie wysokim poziomie (22,1% r/r, Wykres 2.40).

Jedną z głównych przyczyn utrzymywania się stosunkowo dużego popytu przedsiębiorstw na kredyty była kontynuacja rozpoczętych inwestycji. Jak wynika z badań ankietowych NBP[52], w I kw. 2009 r. wskaźnik kontynuacji inwestycji utrzymał się na wysokim poziomie (90,9%), obniżając się o 6,3 pkt. proc. w stosunku do IV kw. ub.r. Proces kontynuowania inwestycji, polegający na przechodzeniu ze wstępnego etapu prowadzonych projektów (tj. zakupu gruntów i nieruchomości) do fazy finansowania wydatków mających bezpośredni wpływ na powiększenie zdolności produkcyjnych, został odzwierciedlony w obserwowanej od marca 2008 r. zmianie struktury wzrostu zadłużenia długoterminowego przedsiębiorstw. W stycz-

[51] Należy podkreślić, że oficjalne publikowane przez NBP dane monetarne, zwłaszcza dotyczące zmian wielkości kredytów dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw, pozostają pod wpływem zmian kursu walutowego. Ze względu na znaczącą deprecjację złotego obserwowaną od lipca 2008 r. dane te zawyżają skalę faktycznej akcji kredytowej. Z związku z tym prezentowane w tym rozdziale dane monetarne odnoszą się do wielkości oczyszczonych z wpływu wahań kursu złotego w stosunku do głównych walut.

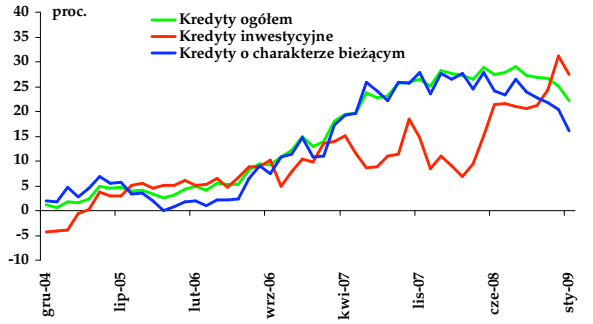
[52] Patrz: *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2008 r oraz prognoz na I kw. 2009 r.*, NBP.

□ **Wykres 2.39:**
Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację).



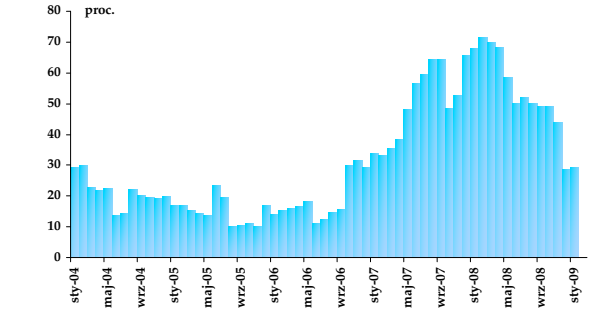
Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.
Dla jednostkowych kosztów pracy (w przetwórstwie przemysłowym): dane kwartalne, szacunki NBP na podstawie danych GUS, EBC i Komisji Europejskiej.

□ **Wykres 2.40:**
Kredyty dla przedsiębiorstw (r/r).



Źródło: Dane NBP.

□ **Wykres 2.41:**
Kredyty dla przedsiębiorstw na zakup nieruchomości (r/r).



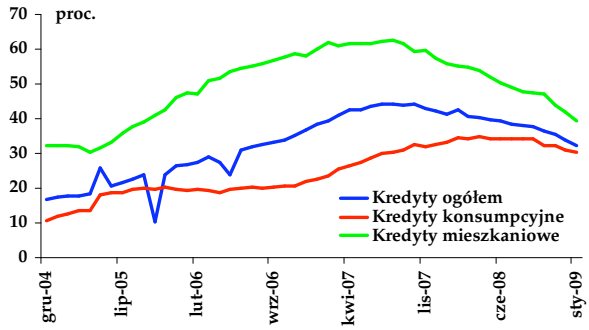
Źródło: Dane NBP.

Tabela 2.7: Zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw w EUR.

Zmiana r/r (proc.)	2006				2007				2008		
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
kredyty niehandlowe	17,5	17,4	22,4	30,8	32,0	35,1	28,7	21,6	24,7	29,3	26,6
kredyty handlowe	19,3	25,1	18,4	17,0	23,2	22,6	24,2	20,8	21,4	18,5	13,8

Źródło: Dane NBP.

□ **Wykres 2.42:**
Kredyty dla gospodarstw domowych (r/r).



Źródło: Dane NBP.

niu 2009 r. w porównaniu z wrześniem 2008 r. tempo wzrostu kredytów na zakup nieruchomości obniżyło się o 19,6 pkt. proc. do 29,4% r/r. W tym czasie dynamika zadłużenia z tytułu kredytów inwestycyjnych wzrosła o 6,8 pkt. proc. do 27,4% r/r.

Według danych bilansu płatniczego, w III kw. ub.r. nadal znaczącym źródłem finansowania przedsiębiorstw było zadłużenie zagraniczne, które wzrosło o 23,8% r/r[53] (Tabela 2.7).

W przypadku kredytów dla gospodarstw domowych (Wykres 2.42), w styczniu 2009 r. nastąpiło obniżenie ich dynamiki (do 32,3% r/r, tj. o 5,5 pkt. proc. mniej niż we wrześniu ub.r.). Decydujące znaczenie dla dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych miały zmiany zachodzące w segmencie kredytów mieszkaniowych. Niekorzystne warunki po stronie podaży kredytów wynikały z zaostrzenia polityki kredytowej banków, motywujących takie działanie oczekiwanym pogorszeniem sytuacji gospodarczej oraz gorszą oceną swojej bieżącej i przewidywanej sytuacji kapitałowej[54]. Banki w większości podnosiły marże kredytowe, zwiększały pozaodsetkowe koszty kredytu i wymagany wkład własny. Najistotniejszym ograniczeniem po stronie podażowej było jednak silne zmniejszenie – począwszy od października 2008 r. – dostępności kredytów denominowanych we frankach szwajcarskich, co jest odzwierciedlone w zmianie struktury nowoudzielonych kredytów (Wykres 2.43). Wynikało to z

[53] Obliczenia na podstawie danych dotyczących zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw wyrażonych w euro.

[54] Patrz: *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. I kw. 2009 r.*, NBP.

Tabela 2.8: Średnie oprocentowanie nowych umów złotowych w bankach komercyjnych oraz nowych umów kredytowych walutowych w dominujących walutach.

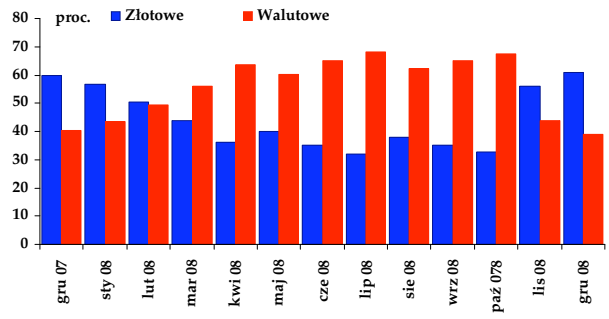
proc.	2008											
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis	gru
Gospodarstwa domowe												
depozyty ogółem	4,3	4,7	4,9	5,1	5,1	5,2	5,2	5,4	5,8	6,1	6,2	6,5
kredyty ogółem	12,3	12,5	12,5	13,1	13,6	13,6	13,8	13,7	13,7	13,6	14,1	13,7
kredyty konsumpcyjne	14,6	14,7	14,7	15,1	15,3	15,3	15,5	15,5	15,5	15,6	15,8	15,3
kredyty mieszkaniowe w PLN	7,0	7,2	7,4	7,7	7,8	8,0	8,3	8,4	8,6	8,7	8,8	8,7
kredyty mieszkaniowe w CHF	4,6	4,6	4,6	4,8	4,7	4,6	4,7	4,7	4,8	5,2	5,4	4,5
Przedsiębiorstwa												
depozyty ogółem	4,7	5,0	5,3	5,5	5,4	5,6	5,6	5,6	5,6	5,7	5,5	5,6
kredyty ogółem	6,9	7,3	7,3	7,8	7,7	8,3	8,1	8,2	8,3	8,4	8,4	8,3

Źródło: Dane NBP.

trudności z pozyskaniem przez banki na rynku międzybankowym środków w tej walucie na zabezpieczenie ryzyka kursowego związanego z prowadzoną akcją kredytową. Głównym źródłem środków we frankach stały się w tej sytuacji zagraniczne banki właścicielskie. Dodatkowo od listopada 2008 r. banki uzyskały możliwość pozyskiwania szwajcarskiej waluty w NBP w ramach terminowych transakcji walutowych typu swap.

Do grudnia 2008 r. skalę spowolnienia tempa wzrostu akcji kredytowej dla gospodarstw domowych na cele mieszkaniowe przy uwzględnieniu ogólnej sytuacji na rynku kredytowym można było uznać za stosunkowo niewielką[55]. Jednak w styczniu 2009 r. w porównaniu do września ub.r. nastąpił spadek dynamiki kredytów mieszkaniowych o 7,9 pkt. proc. do 39,5% r/r (Wykres 2.42), w tym kredytów denominowanych w walutach obcych o 5,7 pkt. proc. do 57,5% r/r. Stopniowy spadek dynamiki zadłużenia gospodarstw domowych w IV kw. 2008 r. był prawdopodobnie związany z opóźnieniami w procesach dostosowawczych, wynikającymi m.in. z wypłat kolejnych transz wcześniej udzielonych kredytów. Ponad-

Wykres 2.43:
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%.

[55] Kredyty mieszkaniowe złotowe wzrosły w IV kw. 2008 r. o 1,4 mld zł, a denominowane we franku szwajcarskim o 9,9 mld zł.

to, po stronie popytu, impulsem dla gospodarstw domowych do podjęcia decyzji o zadłużeniu mogły być obawy o pogorszenie dostępu do kredytów we frankach szwajcarskich, ponieważ coraz więcej banków wyłączało ze swojej oferty kredyty walutowe lub wyraźnie zwiększało restrykcyjność ich przyznawania.

Oprócz finansowania wydatków mieszkaniowych, kredyt stanowił znaczące źródło finansowania popytu gospodarstw domowych na dobra konsumpcyjne trwałego użytku, takie jak meble oraz sprzęt RTV i AGD, których dynamika sprzedaży w grudniu 2008 r. wyniosła 15,5% r/r. Pomimo coraz bardziej widocznych negatywnych skutków globalnego kryzysu dla obecnej i przyszłej sytuacji dochodowej ludności, dynamika kredytów konsumpcyjnych obniżyła się pomiędzy styczniem br. a wrześniem 2008 r. jedynie o 3,8 pkt. proc. do 30,2% r/r (Wykres 2.42).

Średnie oprocentowanie nowych kredytów dla przedsiębiorstw w okresie październik–grudzień 2008 r. utrzymywało się na stabilnym poziomie, podobnie jak oprocentowanie nowych umów złotowych z przeznaczeniem na cele mieszkaniowe. Z kolei przeciętne oprocentowanie nowych kredytów na cele konsumpcyjne, po przejściowym wzroście do 15,8% w listopadzie (tj. o 0,5 pkt. proc. powyżej poziomu z września ub.r.) obniżyło się w grudniu do 15,3% (Tabela 2.8).

Rozwój akcji kredytowej w kolejnych okresach będzie uzależniony od sytuacji kapitałowej i płynnościowej banków oraz zmian popytu na kredyt. W celu poprawienia warunków płynnościowych systemu bankowego NBP dokonał wcześniejszego wykupu 10-letnich obligacji zapadających w 2012 r. na kwotę ponad 8 mld zł. W warunkach zwiększonej niepewności i ograniczonego zaufania banki posiadające nadmiar płynności preferowały dotychczas utrzymywanie wolnych środków na rachunku bieżącym w NBP lub nabywanie bonów pieniężnych NBP, natomiast znacząco ograniczyły transakcje zawierane na rynku międzybankowym.

Po stronie popytowej w kierunku obniżenia dynamiki przyrostu zadłużenia będzie oddziaływało spowolnienie gospodarcze. Sygnalizowane w badaniach koniunktury pogorszenie ocen bieżącego i przyszłego portfela zamówień, produkcji

oraz sytuacji finansowej przedsiębiorstw będą oddziaływały w kierunku ograniczenia popytu przedsiębiorstw na kredyty. Równocześnie, wraz z pogorszeniem ocen gospodarstw domowych co do ich przyszłej sytuacji dochodowej, wynikającym z oczekiwanego wzrostu bezrobocia oraz wyhamowania dynamiki płac, należy spodziewać się osłabienia popytu na kredyty również ze strony gospodarstw domowych. Istotną przyczyną wyhamowania dynamiki akcji kredytowej będzie także w coraz większym stopniu ograniczona populacja potencjalnych kredytobiorców spełniających podwyższone kryteria oceny zdolności kredytowej.

Depozyty i agregaty monetarne

Widocznym przejawem negatywnego wpływu światowego kryzysu finansowego na polską gospodarkę było pogorszenie wyników finansowych podmiotów gospodarczych, co znalazło odzwierciedlenie w spadku tempa wzrostu depozytów przedsiębiorstw, które w styczniu br. zmniejszyło się w porównaniu z wrześniem ub.r. o 8,9 pkt. proc. do 0,3% r/r. Jednakże w świetle badań NBP płynność finansowa przedsiębiorstw utrzymała się na wysokim poziomie.

Oczekiwane pogorszenie koniunktury, przy deklarowanej przez większość podmiotów chęci kontynuowania rozpoczętych inwestycji, może sprzyjać dalszemu spadkowi depozytów przedsiębiorstw. Wyniki badań NBP wskazują, że głównym źródłem finansowania nowych inwestycji w I kw. 2009 r. pozostaną środki własne – zadeklarowało tak 38,3% respondentów, podczas gdy 30,6% zamierzało skorzystać z kredytu.

W przypadku gospodarstw domowych efektem globalnego kryzysu finansowego był spadek wartości ich aktywów finansowych, która w 2008 r. obniżyła się o 3,6 mld zł (0,6% r/r). W rezultacie przeceny portfela walorów oraz umorzeń jednostek uczestnictwa, wartość aktywów funduszy inwestycyjnych zmniejszyła się o 18,8 mld zł w IV kw. 2008 r. oraz o 66,9 mld zł (52,1% r/r) w całym 2008 r. Z kolei zaangażowanie gospodarstw domowych w akcje giełdowe spadło odpowiednio o 10,8 mld zł oraz o 32,2 mld zł (52,4% r/r). W okresie bessy na rynku kapitałowym atrakcyj-

ną alternatywą dla pozabankowych form oszczędzania[56] stały się depozyty bankowe, szczególnie w sytuacji istotnego podwyższenia oprocentowania lokat oferowanych przez banki (Tabela 2.8).

We wrześniu ub.r. zaufanie do systemu bankowego zmniejszyło się znacząco – w następstwie bankructwa amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers oraz zagrożenia upadłością kolejnych banków doszło do globalnego kryzysu zaufania. W obawie przed niekontrolowanym wycofywaniem środków depozytowych, wiele państw, w tym Polska, podjęło decyzję o podwyższeniu gwarantowanej kwoty depozytów bankowych[57].

Upadek Lehman Brothers i spadek zaufania do instytucji finansowych znalazł odzwierciedlenie w znacznych miesięcznych zmianach depozytów gospodarstw domowych. Do końca września ub.r. depozyty te rosły, a w październiku – miesiącu wzrostu niepewności o bezpieczeństwo depozytów – środki na rachunkach bankowych obniżyły się o 1,3 mld zł. W kolejnych miesiącach, gdy sytuacja się uspokoiła, banki ponownie odnotowały przyrost depozytów (o 6,6 mld zł w listopadzie, 15,3 mld zł w grudniu i 6,7 mld zł w styczniu). Roczne tempo zmian depozytów w styczniu 2009 r. wyniosło 20,0%.

W okresie niepewności na rynkach finansowych depozyty bankowe będą prawdopodobnie nadal stanowić dla gospodarstw domowych główną formę oszczędzania. Czynnikiem hamującym dalsze zwiększanie tempa wzrostu oszczędności na kontach bankowych będzie spodziewane pogorszenie sytuacji na rynku pracy oraz niższa dynamika płac, a także obniżanie się oprocentowania depozytów.

Procesy obserwowane w analizowanym okresie na rynku kredytowym znalazły swoje odzwierciedlenie w kształtowaniu się podstawowych agregatów monetarnych. Wraz z obniżeniem dynamiki akcji kredytowej w IV kw. 2008 r. nastąpiła

[56] W IV kw. 2008 r. różnica między wpłatami nowych środków a umorzeniami wcześniej zainwestowanych środków w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych wyniosła -3,3 mld zł, a w całym 2008 r. -29,8 mld zł.

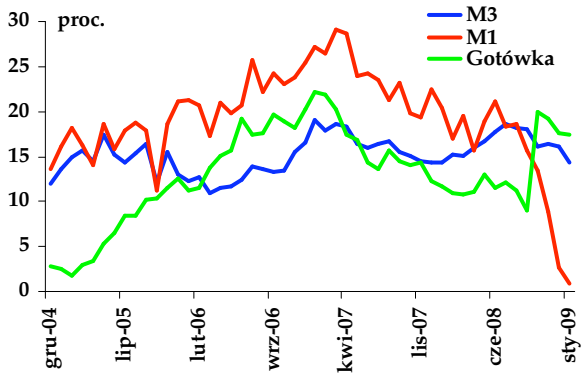
[57] Zgodnie z uchwaloną przez Sejm w dniu 23 października ub.r. nowelizacją ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, gwarancje dla depozytów bankowych zostały podwyższone do kwoty 50 tys. euro.

stabilizacja rocznego tempa wzrostu szerokiego pieniądza M3 na poziomie ok. 16%, co oznacza spadek o ok. 2 pkt. proc. w stosunku do III kw. ub.r. (Wykres 2.44). W styczniu 2009 r. tempo wzrostu M3 wyniosło 14,3% r/r. Równocześnie odnotowano istotne zmiany w strukturze agregatu M3.

Przejściowy spadek zaufania do systemu bankowego w odpowiedzi na nasilenie się zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych doprowadził do wysokiego przyrostu gotówki w obiegu w październiku ub.r. (o 8,1 mld zł). Wraz z uspokojeniem sytuacji na rynkach finansowych i związanym z tym przywróceniem zaufania podmiotów gospodarczych, środki gotówkowe w obiegu powinny stopniowo maleć, zasilając głównie konta bankowe.

Od połowy 2008 r. płynność pieniądza M3, mierzona udziałem gotówki i depozytów bieżących (a więc agregatu M1) w M3, stopniowo się obniżała – do 50,9% w styczniu br. (tj. o 5,2 pkt. proc. wobec września ub.r.). W kierunku wzrostu płynności tego agregatu oddziaływało wprawdzie silne zwiększenie gotówki w obiegu obserwowane w październiku, jednak istotny przepływ środków z rachunków bieżących gospodarstw domowych i przedsiębiorstw na lokaty terminowe pod koniec 2008 r. przyczynił się do wzrostu udziału mniej płynnych składników agregatu M3. Dodatkowym czynnikiem powodującym przyrost lokat terminowych (o zapadalności do 2 lat włącznie) był przepływ oszczędności gospodarstw domowych wycofanych z funduszy inwestycyjnych.

⊡ **Wykres 2.44:**
Agregaty monetarne M3 i M1 oraz pieniądz gotówkowy w obiegu (r/r).



Źródło: Dane NBP.

Polityka pieniężna w okresie październik 2008 r. – luty 2009 r.

Na posiedzeniu w październiku 2008 r. Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie. Na posiedzeniu w listopadzie ub.r. Rada obniżyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc., a na posiedzeniach w grudniu 2008 r. i w styczniu 2009 r. o 0,75 pkt. proc. Na posiedzeniu w lutym br. Rada Rada ponownie obniżyła stopy procentowe o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,00%, stopa lombardowa 5,50%, stopa depozytowa 2,50%, a stopa redyskonta weksli 4,25%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w październiku, listopadzie i grudniu 2008 r. oraz w styczniu 2009 r. oraz *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lutym br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 29 października 2008 r.

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: sytuacji w otoczeniu zewnętrznym gospodarki polskiej, perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce, sytuacji na rynku pracy oraz perspektywach przystąpienia Polski do strefy euro. Rada dyskutowała o wpływie tych czynników na przyszłą inflację w Polsce na tle październikowej projekcji inflacji i PKB.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, zwracano uwagę na dalsze znaczące pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce światowej. Podkreślano, że kryzys sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych przyczynia się do pogłębienia niekorzystnych zmian w realnej sferze gospodarki tego kraju. Zwracano także uwagę na znaczące pogorszenie koniunktury w Wielkiej Brytanii i silne spowolnienie aktywności ekonomicznej w strefie euro, a także znaczące obniżenie prognoz wzrostu dla strefy euro. Ponadto podkreślano, że w nadchodzącym okresie obniżenie aktywności obejmie nie tylko gospodarki rozwinięte, lecz także rozwijające się, w tym kraje Azji oraz Ameryki Łacińskiej. W przypadku gospodarek eksportujących surowce istotnym czynnikiem oddziałującym w kierunku obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego będzie spadek wartości eksportu w wyniku spadku cen surowców, przy czym obniżenie aktywności w gospodarkach wschodzących importujących surowce może dodatkowo oddziaływać w kierunku obniżenia cen tych surowców. Wskazywano, że obni-

żenie aktywności w gospodarce światowej ogranicza presję inflacyjną, co skłania banki centralne wielu krajów do łagodzenia polityki pieniężnej.

Rada poświęciła wiele uwagi kwestii wpływu obniżenia aktywności w gospodarce światowej oraz zaburzeń na globalnych rynkach finansowych na perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywano, że recesja w strefie euro, będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski, spowoduje zmniejszenie popytu na polski eksport. Podkreślano, że pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce światowej oraz wzrost niepewności w otoczeniu zewnętrznym mogą – mimo nadal relatywnie dobrej sytuacji polskiej gospodarki – prowadzić do pogorszenia oczekiwań gospodarstw domowych co do przyszłej sytuacji gospodarczej kraju, a w konsekwencji do osłabienia popytu konsumpcyjnego. Ponadto argumentowano, że wywołany dekoniunkturą na rynkach finansowych spadek wartości aktywów gospodarstw domowych może dodatkowo oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki konsumpcji. Wskazywano także, że zmiany w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki mogą niekorzystnie wpływać na aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw w Polsce. Do obniżenia dynamiki inwestycji mogą przyczyniać się przede wszystkim pogarszające się oczekiwania przedsiębiorców co do przyszłego popytu na rynku zagranicznym i krajowym. Ponadto zwracano uwagę, że wywołany zaburzeniami na międzynarodowych rynkach finansowych wzrost premii za ryzyko spowodował wzrost rynkowych stóp procentowych w Polsce, a w konsekwencji wzrost kosztu kredytu, co również będzie przyczyniać się do obniżenia dynamiki inwestycji w nadchodzącym okresie. W tym samym kierunku mogą oddziaływać utrudnienia w pozyskiwaniu kapitału na nowe inwestycje, związane ze spadkami cen akcji na rynku kapitałowym. Zwracano jednocześnie uwagę na dalsze zaostrzanie przez banki kryteriów przyznawania kredytów. Wśród niekorzystnych efektów obniżenia aktywności w gospodarce światowej oraz kryzysu na globalnych rynkach finansowych wymieniono także możliwe zmniejszenie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski oraz pogorszenie perspektyw finansowania przedsiębiorstw za pomocą kredytów zaciąganych za granicą.

Oceniając perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce, wskazywano, że w nadchodzących kwartałach omówione powyżej czynniki będą oddziaływać w kierunku zmniejszenia dynamiki PKB. Podkreślano, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego sygnalizują m.in. pogarszające się w ostatnich miesiącach wskaźniki koniunktury. Podkreślano także, że dynamika sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej w III kw. 2008 r. kształtuje się na poziomie wyraźnie niższym niż w pierwszej połowie br. Z drugiej strony część członków Rady wskazywała, że w kierunku ograniczenia spadku dynamiki krajowego PKB oddziaływać będą: napływ środków na cele inwestycyjne z funduszy strukturalnych UE, oczekiwany stosunkowo niski poziom cen ropy naftowej i innych surowców, a także obserwowane od lipca do października br. osłabienie kursu złotego, które – o ile okaże się trwałe – może zmniejszać negatywny wpływ obniżenia aktywności w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki na dynamikę polskiego eksportu.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, oceniano, że w najbliższym okresie można oczekiwać utrzymania się presji płacowej mimo spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Równocześnie zwracano jednak uwagę, że w dalszej perspektywie presja płacowa będzie się obniżać ze względu na zmniejszenie popytu na pracę, na które wskazuje m.in. dalszy spadek rocznej dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu br. Argumentowano także, że ze względu na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Europie Zachodniej można oczekiwać zwiększonych powrotów Polaków z emigracji zarobkowej, a w konsekwencji wzrostu liczby osób aktywnych zawodowo, co dodat-

kowo będzie łagodzić presję płacową. Ponadto oceniano, że obserwowany w ostatnich kwartałach silny wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie skutkował utrzymaniem się dynamiki wydajności pracy na relatywnie wysokim poziomie, przyczyniając się do poprawy niekorzystnej relacji pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń a wydajności pracy w nadchodzącym okresie.

Analizując kształtowanie się inflacji w Polsce wskazywano, że we wrześniu br. wzrosła inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii. Część członków Rady zwracała uwagę, że wzrost inflacji bazowej był jednym z głównych czynników odpowiedzialnych za znaczący wzrost inflacji CPI w okresie ostatniego roku. Podkreślali oni, że istotny wkład do wzrostu inflacji CPI oraz inflacji bazowej miało zwiększenie się dynamiki cen usług. Argumentowali oni, że wysokie tempo wzrostu tych cen w analizowanym okresie wynikało z jednej strony z narastającej presji popytowej (co z kolei – w ocenie tych członków Rady – było efektem obserwowanej w ostatnich kwartałach wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz szybkiego wzrostu kredytów), a z drugiej strony z nasilenia presji kosztowej w wyniku wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Członkowie ci wskazywali ponadto na sygnały świadczące o rosnącym udziale wydatków na usługi w wydatkach konsumpcyjnych gospodarstw domowych, co oznacza, że wpływ cen usług na wskaźnik CPI będzie wzrastał. Zdaniem tych członków uwzględnienie w przyszłym roku tych tendencji w zrewidowanym przez GUS koszyku inflacyjnym może – przy zachowaniu obecnych trendów cenowych – oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w 2009 r. Inni członkowie Rady wskazywali, że w obliczu pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego popyt gospodarstw domowych na usługi może ulec obniżeniu, ograniczając tym samym presję na dalszy wzrost ich cen. Równocześnie wskazywali oni, że wzrost cen usług może być związany ze wzrostem popytu na usługi, wynikającym z dostosowywania się struktury konsumpcji w Polsce do zamożniejszych krajów Unii Europejskiej. Członkowie ci argumentowali także, że wysoka roczna dynamika cen niektórych usług (np. w kategorii restauracje i hotele) wynika częściowo z wcześniejszych silnych wzrostów cen żywności, natomiast w przypadku części innych usług wzrosty cen są w dużej mierze związane z niedostateczną konkurencją na rynkach tych usług.

Część członków zwracała uwagę, że w minionym roku na wzrost inflacji CPI duży wpływ miał wzrost cen regulowanych zależnych od decyzji instytucji rządowych i samorządowych (w szczególności cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz nośników energii), podkreślając jednocześnie, że również w przyszłości dalszy wzrost tych cen będzie oddziaływał w kierunku zwiększenia inflacji. Inni członkowie wskazywali, że ze względu na oczekiwane utrzymanie się wysokiego wkładu dynamiki cen regulowanych do inflacji cen konsumpcyjnych, obniżenie inflacji CPI do poziomu celu inflacyjnego wymaga ograniczenia inflacji bazowej poprzez istotne zmniejszenie presji popytowej.

Dyskutując na temat perspektyw inflacji, część członków Rady podkreślała, że podwyższone tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach wynikało w dużej mierze z wysokiej rocznej dynamiki cen żywności i paliw, zaś w kolejnych miesiącach oczekiwane obniżenie się dynamiki tych cen, związane ze spadkami cen surowców na rynkach światowych, będzie obniżać inflację. Podkreślano jednak przy tym, że trudno obecnie oceniać, na ile trwały okaże się obecny relatywnie niski poziom cen ropy naftowej. Cześć członków wskazywała, że już we wrześniu br. inflacja CPI obniżyła się pod wpływem silnego spadku rocznej dynamiki cen żywności i paliw. Zwracali oni uwagę, że obniżanie się dynamiki PKB poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego w nadchodzących kwartałach będzie sprzyjać zmniejszeniu presji inflacyjnej. Część człon-

ków argumentowała także, że podwyżki cen regulowanych oraz wynikające ze wzrostu rynkowych stóp procentowych zwiększenie obciążenia gospodarstw domowych spłatami wcześniej zaciągniętych kredytów będzie ograniczać wielkość bieżącej konsumpcji, przyczyniając się do zmniejszenia presji popytowej, a w konsekwencji presji inflacyjnej. W kierunku obniżenia inflacji powinno ponadto oddziaływać oczekiwane słabnięcie presji płacowej, a także utrzymanie się dezinflacyjnego wpływu towarów importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Ponadto członkowie ci oceniali, że ze względu na możliwość znaczącego obniżenia aktywności w polskiej gospodarce, w nadchodzących kwartałach inflacja może okazać się wyraźnie niższa, niż to wynika z październikowej projekcji inflacji z modelu NECMOD. Zdaniem tych członków Rady przy obecnie nadzwyczaj wysokiej niepewności co do perspektyw wzrostu w gospodarce światowej, znajdującej odzwierciedlenie w znaczących i częstych rewizjach prognoz makroekonomicznych, przydatność prognoz konstruowanych na podstawie modeli ekonometrycznych jest mniejsza niż zwykle. Wskazywano, że ze względu na istotne pogorszenie sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, w ramach prac nad październikową projekcją z modelu NECMOD dokonano kwantyfikacji związanych z tym ryzyk, w świetle której prognozowana dynamika PKB oraz inflacja w Polsce będą niższe, niż to wynikało z danych dostępnych do 26 września br. Część członków Rady zwracała także uwagę na inne prognozy inflacji, które w ostatnim okresie były rewidowane w dół.

Inni członkowie Rady byli zdania, że nawet znaczące spowolnienie tempa wzrostu PKB nie doprowadzi do szybkiego obniżenia inflacji, na co wskazuje październikowa projekcja NBP. Członkowie ci zwracali także uwagę na wyniki innych prac prognostycznych prowadzonych w NBP, według których prognozowana inflacja, pomimo rewizji w dół, utrzyma się w najbliższych kwartałach na podwyższonym poziomie. Ponadto podkreślali oni, że zgodnie z centralną ścieżką projekcji prognozowana inflacja CPI w 2009 r. będzie kształtować się na poziomie przekraczającym górną granicę odchyleń od celu inflacyjnego NBP nawet po uwzględnieniu kwantyfikacji ryzyk wynikających z pogorszenia się perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego. Członkowie ci podkreślali, że w świetle październikowej projekcji inflacja bazowa pozostanie w najbliższych kwartałach na podwyższonym poziomie. Zwracano także uwagę, że niektóre miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych we wrześniu wzrosły. Część członków wskazywała, że oczekiwania co do przyszłej inflacji mogą rosnąć pod wpływem zawirowań na rynkach finansowych i związanej z nimi deprecjacji kursu złotego, obserwowanej w październiku. Równocześnie wskazywano, że we wrześniu obniżyły się oczekiwania inflacyjne analityków bankowych oraz niektóre miary oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych, a zdaniem części członków Rady antycypowane przez gospodarstwa domowe obniżenie aktywności w gospodarce polskiej może wpłynąć na obniżenie ich oczekiwań co do przyszłej inflacji.

Przedmiotem dyskusji na posiedzeniu były także perspektywy przystąpienia Polski do strefy euro w kontekście przedstawionego przez Radę Ministrów w październiku br. harmonogramu działań zmierzających do przyjęcia euro. Wskazywano, że prawdopodobieństwo realizacji tego harmonogramu jest uzależnione od poparcia przez wymaganą większość parlamentarną zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro. Jednocześnie zwracano uwagę, że istotnym czynnikiem, który może wpływać na perspektywy przyjęcia euro w Polsce będą zmiany sytuacji na rynkach finansowych. Odnosząc się do perspektywy spełnienia przez Polskę kryterium inflacyjnego z Maastricht, część członków Rady argumentowała, że spowolnienie aktywności gospodarczej w wielu krajach Unii Europejskiej będzie znacz-

nie silniejsze niż w Polsce, co sprawi, że wartość referencyjna dla tego kryterium obniży się w większym stopniu, niż inflacja w Polsce. Zdaniem tych członków Rady oznacza to, że spełnienie tego kryterium w 2011 r. będzie wymagało prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej niż w sytuacji, w której ocena spełnienia przez Polskę kryteriów zbieżności z Maastricht miałaby nastąpić w późniejszym terminie.

Rada podkreślała, że trwałemu spełnieniu kryteriów konwergencji sprzyjałoby przeprowadzenie reform strukturalnych, w tym zwiększenie konkurencji w niektórych sektorach gospodarki.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego, wskazywano na silne osłabienie kursu złotego wobec dolara amerykańskiego i euro obserwowane w październiku. Zwracano przy tym uwagę, że deprecjacja kursu walutowego w październiku była związana z zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych i odpływem kapitału zagranicznego i dotyczyła wszystkich krajów regionu stosujących reżim płynnego kursu walutowego, a także wielu innych krajów. W tym kontekście dużo uwagi poświęcono bieżącej sytuacji makroekonomicznej oraz polityce pieniężnej w niektórych małych otwartych gospodarkach. Dyskutując o kursie walutowym, wskazywano, że w sytuacji zwiększonej niepewności zmiany kursu walutowego małych gospodarek otwartych podlegają większym niż zwykle wahaniom. Część członków Rady argumentowała, że wiarygodna perspektywa przystąpienia Polski do strefy euro może ograniczyć zmienność kursu złotego wobec euro, podkreślając jednocześnie, że opóźnienia w tym procesie mogą prowadzić do deprecjacji kursu. Rada dyskutowała także o roli dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi dla kształtowania się kursu złotego.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada uznała, że znaczące pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarki światowej oraz wzrost niepewności co do przyszłej sytuacji gospodarczej w Polsce przy jednocześnie podwyższonym bieżącym i oczekiwanym poziomie inflacji uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu na niezmienionym poziomie.

Rada dyskutowała także o poziomie stóp procentowych NBP w najbliższym okresie. Część członków Rady wskazywała, że w nadchodzących kwartałach należy oczekiwać utrzymywania się inflacji powyżej celu inflacyjnego pomimo spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Podkreślali oni, że przy jednoczesnym silniejszym obniżeniu aktywności, a w konsekwencji presji inflacyjnej w wielu innych krajach Unii Europejskiej może to utrudnić spełnienie przez Polskę kryterium inflacyjnego z Maastricht. W ocenie tych członków argumenty te przemawiają za utrzymaniem stóp procentowych w nadchodzącym okresie na niezmienionym poziomie. Inni członkowie argumentowali, że obniżenie dynamiki PKB w kolejnych kwartałach poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego będzie prowadzić do obniżenia inflacji do poziomu celu w średnim okresie, przy czym wskazywali oni, że obniżenie aktywności w gospodarce polskiej może okazać się silniejsze, niż się obecnie ocenia, co w połączeniu ze zmniejszeniem dostępności kredytu, a także utrzymywaniem się rynkowych stóp procentowych na podwyższonym poziomie w wyniku zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych może przyczynić się do obniżenia inflacji poniżej celu. Zdaniem tych członków Rady argumenty te mogą uzasadniać potrzebę obniżenia stóp procentowych NBP w nadchodzących miesiącach.

Członkowie Rady podkreślali, że ocena dotycząca właściwego dla zapewnienia stabilności cen w średnim okresie poziomu stóp procentowych NBP będzie zależeć od danych

napływających w kolejnych miesiącach.

Rada pozostawiła stopy procentowe na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 6,00%, stopa lombardowa 7,50%, stopa depozytowa 4,50%, a stopa redyskonta weksli 6,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 26 listopada 2008 r.

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

Dyskusja na posiedzeniu koncentrowała się na: sytuacji w otoczeniu zewnętrznym gospodarki polskiej, perspektywach wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce, sytuacji na rynku kredytowym, kształtowaniu się kursu złotego oraz przewidywanej sytuacji w sektorze finansów publicznych.

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym wskazywano na dalsze pogarszanie się perspektyw światowego wzrostu gospodarczego, a w szczególności na obserwowaną już recesję w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii. Zwracano równocześnie uwagę, że globalnemu spowolnieniu wzrostu gospodarczego towarzyszy silny spadek cen ropy naftowej i innych surowców, co oddziałuje w kierunku obniżenia inflacji na świecie. Wskazywano, że czynniki te skłoniły wiele banków centralnych do dalszych znacznych obniżek stóp procentowych. W niektórych krajach pojawiły się obawy o deflację. Podkreślano, że ze względu na wzajemne zależności między sektorem finansowym a sferą realną obecnie trudno jest ocenić, jak silnie globalny kryzys finansowy wpłynie na aktywność w gospodarce światowej, choć skala tego wpływu może być znaczna.

Dyskutując o wpływie obniżenia aktywności w gospodarce światowej oraz zaburzeń na globalnych rynkach finansowych na perspektywy aktywności ekonomicznej w Polsce, zwracano uwagę na rewizje w dół prognoz krajowego wzrostu gospodarczego. Argumentowano, że niższe od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za październik, słabsze niż w 2007 r. wyniki finansowe przedsiębiorstw po trzech kwartałach br. oraz obniżające się wskaźniki koniunktury potwierdzają oczekiwania dotyczące spowolnienia aktywności gospodarczej w Polsce. Wskazywano także na wyniki badań ankietowych przedsiębiorstw, zgodnie z którymi nastąpiło pogorszenie wskaźnika prognoz popytu oraz zatrudnienia. Podkreślano, że oczekiwane pogorszenie sytuacji na rynku pracy w Polsce w połączeniu z recesją w głównych krajach docelowych emigracji zarobkowej Polaków mogą przyczynić się do pogorszenia nastrojów gospodarstw domowych, a w konsekwencji do obniżenia popytu konsumpcyjnego. Zdaniem części członków Rady istotne pogorszenie się uwarunkowań zewnętrznych oraz ryzyko znaczącego ograniczenia popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego związane z pogorszeniem się oczekiwań co do przyszłej sytuacji ekonomicznej kraju wskazują, że w 2009 r. wzrost PKB w Polsce może okazać się niższy niż wynika z październikowej projekcji NBP.

W tym kontekście zwracano także uwagę, że ważnym czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia popytu krajowego będzie zaostrzanie polityki kredytowej przez banki. Część członków Rady argumentowała, że w 2009 r. możliwa jest stabilizacja lub nawet

zmniejszenie wielkości kredytu dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Trudniejszy dostęp do kredytu będzie wynikał przede wszystkim z wprowadzanego obecnie zaostrzenia kryteriów i warunków przyznawania kredytów przez banki (ostrożniejsza ocena zdolności kredytowej, wzrost marż, podniesienie wymaganych zabezpieczeń, wzrost pozaodsetkowych kosztów kredytu itp.), przy czym wzrost kosztów kredytu może w pewnej części wynikać ze wzrostu oferowanego przez banki oprocentowania depozytów. W kierunku ograniczenia akcji kredytowej oddziałuje również utrzymywanie się rynkowych stóp procentowych na podwyższonym poziomie oraz utrudniony dostęp banków do zewnętrznych źródeł finansowania. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że jak dotąd dane monetarne nie wskazują na wyraźne obniżenie dynamiki kredytów.

Omawiając sytuację na rynku pracy wskazywano, że – pomimo pewnego obniżenia – dynamika wynagrodzeń i jednostkowych kosztów pracy utrzymuje się na wysokim poziomie. Zdaniem części członków Rady w kolejnych kwartałach można jednak oczekiwać spadku zatrudnienia i wzrostu bezrobocia, do czego przyczyni się także prawdopodobne zwiększenie podaży pracy, wynikające z czynników demograficznych oraz spadku atrakcyjności emigracji zarobkowej Polaków do innych krajów Unii Europejskiej. Większość członków Rady oceniała, że oczekiwane obniżenie wzrostu gospodarczego i związane z nim pogorszenie sytuacji na rynku pracy przełożą się na ograniczenie presji płacowej, co przy spadającej bieżącej inflacji znacznie ogranicza ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy.

Analizując bieżącą inflację w Polsce wskazywano, że od roku utrzymuje się ona powyżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP. Część członków Rady, zwracała uwagę, że obecnie podwyższony poziom inflacji wynika w dużej części z wysokiego wzrostu cen regulowanych (przede wszystkim cen usług nierynkowych związanych z utrzymaniem mieszkania i cen nośników energii) pozostających poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Wskazywano równocześnie, że w kierunku utrzymania inflacji na podwyższonym poziomie oddziałuje również wzrost cen niektórych usług rynkowych związany z presją popytową. Inni członkowie Rady argumentowali, że dynamika konsumpcji utrzymuje się poniżej tempa wzrostu PKB, co – w ich ocenie – oznacza, że presja popytowa w gospodarce polskiej jest ograniczona. Członkowie ci wskazywali także, że w październiku 2008 r. obniżyły się cztery z sześciu miar inflacji bazowej, a inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymała się na poziomie z września br.

Odnosząc się do przyszłej inflacji część członków Rady zwracała uwagę, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji, kluczowe znaczenie dla polityki pieniężnej mają obecnie perspektywy kształtowania się inflacji po 2009 r. Członkowie ci podkreślali przy tym, że oczekiwane obniżanie się inflacji będzie następować szybciej niż wskazuje październikowa projekcja NBP. Zdaniem tych członków Rady, za taką oceną przemawiają: prawdopodobne silniejsze niż dotychczas przewidywano osłabienie wzrostu gospodarczego w Polsce, istotne ograniczenie presji inflacyjnej na świecie (w tym dalszy spadek cen surowców), słabsze – w warunkach obniżającego się popytu – przełożenie obserwowanego obecnie wzrostu jednostkowych kosztów pracy na ceny oraz szybsze obniżenie dynamiki płac niż uwzględniono w projekcji. Członkowie ci wskazywali, że dynamika zarówno cen żywności, jak i cen paliw może okazać się w 2009 r. niższa niż prognozowano. Równocześnie podkreślano, że czynnikiem opóźniającym proces obniżania się inflacji będzie wzrost cen regulowanych, w tym cen energii elektrycznej, oraz wzrost akcyzy na wyroby tytoniowe związany z dostosowaniem stawek podatkowych do wymogów UE. Wskazywano, że niepewność co do kształtowania się cen regulowanych jest istotnym czynnikiem utrudniającym określenie momentu powrotu inflacji do celu

inflacyjnego.

Odnosząc się do kwestii kursu walutowego część członków Rady podkreślała, że bieżący kurs złotego był słabszy niż przyjęto w październikowej projekcji inflacji, co może oddziaływać w kierunku wzrostu cen. Ponadto, członkowie ci zwracali uwagę, że deprecjacja ogranicza przeniesienie spadku cen surowców na rynkach światowych na ceny krajowe. Inni członkowie Rady oceniali, że wpływ obserwowanej w ostatnich miesiącach deprecjacji złotego na inflację w Polsce będzie ograniczony ze względu na mniejszą siłę oddziaływania zmian kursu na ceny konsumpcyjne w sytuacji oczekiwanego spowolnienia gospodarczego.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego zwracano uwagę, że deprecjacja kursu złotego w ostatnich miesiącach w dużym stopniu wynikała z odpływu kapitału zagranicznego z gospodarek rozwijających się, związanego z zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych. Argumentowano, że rola dysparytetu stóp procentowych między Polską a strefą euro i Stanami Zjednoczonymi została przejściowo ograniczona, a perspektywy kształtowania się kursu walutowego w dużej mierze zależą od sytuacji na rynkach finansowych w gospodarkach rozwiniętych. Część członków Rady podkreślała, że deprecjacja kursu walutowego powoduje wzrost wielkości i kosztów obsługi zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw. Zwracano jednak uwagę, że niższy poziom kursu złotego może łagodzić negatywny wpływ obniżenia tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro na wielkość popytu na Polski eksport.

Rada wiele uwagi poświęciła perspektywom polityki fiskalnej w 2009 r. w świetle zapowiadanych poprawek do projektu ustawy budżetowej. Wskazywano, że utrzymanie deficytu budżetowego na poziomie przyjętym w pierwotnym projekcie budżetu będzie oznaczać – przy założeniu niższego wzrostu gospodarczego – wzrost restrykcyjności polityki fiskalnej. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że nie jest jeszcze znany ostateczny kształt ustawy budżetowej, a planowane ograniczenie wydatków nie musi oznaczać ich istotnego faktycznego zmniejszenia m.in. ze względu na możliwość przesunięcia części środków niewykorzystanych w 2008 r. na kolejny rok. Rada podkreślała, że zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych może być czynnikiem sprzyjającym łagodzeniu polityki pieniężnej.

Odnosząc się do kwestii przystąpienia do strefy euro zwracano uwagę na wzrost niepewności dotyczący realizacji harmonogramu przyjęcia przez Polskę wspólnej waluty ze względu na dotychczasowy brak konsensusu politycznego w tej sprawie. Równocześnie wskazywano, że w polityce pieniężnej należy uwzględniać ryzyko silnego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce, które utrudniłoby spełnienie kryterium fiskalnego z Maastricht.

Rada dyskutowała także o sytuacji płynnościowej w sektorze bankowym i jej oddziaływaniu na mechanizm transmisji polityki pieniężnej. W tym kontekście poruszano kwestie zasadności ewentualnego dalszego dostosowania instrumentów polityki pieniężnej do warunków płynnościowych na rynku międzybankowym.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, część członków Rady oceniała, że dalsze pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie, w tym recesja u głównych partnerów handlowych Polski, sygnały istotnego obniżenia aktywności gospodarczej w Polsce w kolejnych kwartałach i wynikające z tego oczekiwane znaczne obniżenie presji inflacyjnej w średnim okresie uzasadniały złagodzenie polityki pieniężnej na listopadowym posiedzeniu. Czynnikiem sprzyjającym zmniejszeniu restrykcyjności polityki pieniężnej było także deklarowane przez przedstawicieli rządu utrzymanie

dyscypliny finansów publicznych w sytuacji oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego. Członkowie ci argumentowali także, że obniżenie stóp procentowych NBP będzie przeciwdziałać ograniczeniu akcji kredytowej banków. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na trudny do określenia horyzont powrotu inflacji do celu inflacyjnego oraz na znaczną zmienność kursu złotego jako na czynniki przemawiające za utrzymaniem stóp na niezmienionym poziomie. Członkowie ci oceniali, że ewentualne zmiany parametrów polityki pieniężnej powinny nastąpić w późniejszym okresie – tj. po zapoznaniu się Rady z ustawą budżetową na 2009 r. oraz kolejnymi informacjami dotyczącymi inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce.

Przedmiotem dyskusji Rady była również skala obniżenia stóp procentowych NBP na bieżącym posiedzeniu. Część członków Rady uważała, że znaczące pogorszenie się perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce przemawia za obniżeniem stóp procentowych o 50 punktów bazowych na listopadowym posiedzeniu. Większość członków Rady uznała jednak, że zmiany zachodzące w polskiej gospodarce uzasadniają stopniowe łagodzenie polityki pieniężnej. Wskazywali oni, że wobec utrzymującej się wysokiej awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych zbyt silne obniżenie stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu mogłoby przyczynić się do dalszej deprecjacji kursu walutowego.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych. Wniosek nie został przyjęty. Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,75%, stopa lombardowa 7,25%, stopa depozytowa 4,25%, a stopa redyskonta weksli 6,00%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 23 grudnia 2008 r.

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

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

Omawiając sytuację w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, wskazywano na dalsze pogorszenie się perspektyw wzrostu w gospodarce światowej, w tym na pogłębiającą się recesję w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Podkreślano, że zmiany zachodzące w gospodarce światowej prowadzą do szybszego niż wcześniej oczekiwano obniżania się inflacji w wielu gospodarkach, m.in. w wyniku spadku cen surowców, w tym ropy naftowej. Wskazywano, że skłoniło to wiele banków centralnych, w szczególności banki krajów znajdujących się w recesji, do dalszego znacznego łagodzenia polityki pieniężnej.

Rada poświęciła wiele uwagi perspektywom krajowego wzrostu gospodarczego. Podkreślano, że niekorzystne zmiany w otoczeniu zewnętrznym przyczyniają się do silniejszego niż wcześniej oczekiwano obniżenia aktywności w gospodarce polskiej, co potwierdzają gorsze od oczekiwań dane za listopad o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej. Wśród najważniejszych kanałów oddziaływania światowego kryzysu na gospodarkę polską wymieniano: obniżenie popytu zewnętrznego, pogorszenie oczekiwań podmiotów co do przyszłej sytuacji gospodarczej kraju oraz zaostrzenie polityki kredytowej banków. Wskazywano, że w nadchodzącym okresie można spodziewać się silnego

obniżenia inwestycji przedsiębiorstw przede wszystkim w wyniku spowolnienia wzrostu gospodarczego i pogorszenia perspektyw zbytu na rynkach krajowym i zagranicznym, a także utrudnionego dostępu przedsiębiorstw do kredytów zarówno w złotych, jak i walutach obcych. Do znaczącego zmniejszenia popytu inwestycyjnego przyczyniać się będą także: pogarszające się wyniki finansowe przedsiębiorstw, ograniczone możliwości finansowania działalności za pośrednictwem rynku kapitałowego oraz prawdopodobne zmniejszenie napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski. Ponadto zwracano uwagę, że w wyniku zaostrzenia polityki kredytowej banków małe i średnie przedsiębiorstwa mogą mieć trudności z wykorzystaniem funduszy unijnych przeznaczonych na inwestycje ze względu na konieczność wniesienia wkładu własnego. Podkreślano, że dane o PKB w III kw. 2008 r. wskazują na znacznie silniejsze niż oczekiwano obniżenie dynamiki inwestycji. Zwracano przy tym uwagę, że roczna dynamika inwestycji w sektorze przedsiębiorstw była w III kw. 2008 r. ujemna, a wzrost inwestycji w gospodarce wynikał z nadal relatywnie wysokiego tempa wzrostu wydatków majątkowych sektora finansów publicznych oraz inwestycji mieszkaniowych. Oceniano, że w IV kw. 2008 r. wkład inwestycji do wzrostu PKB może być bliski zera, a w I poł. 2009 r. ujemny.

Dyskutując na temat przyszłej sytuacji gospodarczej oceniano, że do spowolnienia wzrostu przyczyni się także obniżenie dynamiki konsumpcji i eksportu, a wzrost PKB w IV kw. 2008 r. oraz w kolejnych kwartałach będzie najprawdopodobniej niższy, niż to wynika z październikowej projekcji NBP. Wskazywano, że spadek dynamiki polskiego eksportu może być silniejszy, niż to miało miejsce we wcześniejszych okresach spowolnienia wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym, gdyż w ostatnich latach wzrosła skala powiązań kooperacyjnych między podmiotami polskimi i zagranicznymi, a także zwiększył się udział wrażliwych na cykl koniunkturalny towarów wysoko przetworzonych w produkcji eksportowej Polski. Ponadto argumentowano, że wbrew wcześniejszym oczekiwaniom popyt konsumpcyjny może również ulec wyraźniejszemu osłabieniu, na co wskazują gorsze od oczekiwań dane za listopad o sprzedaży detalicznej. Do obniżenia dynamiki spożycia indywidualnego przyczyni się spodziewane pogorszenie sytuacji na rynku pracy, sygnalizowane przez listopadowe dane o obniżającej się dynamice wynagrodzeń i spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz wzroście bezrobocia, a także zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów dla gospodarstw domowych. Argumentowano, że ograniczony dostęp do kredytów będzie silniej oddziaływać na popyt konsumpcyjny, niż w poprzednich okresach spowolnienia wzrostu gospodarczego, gdyż w ostatnich latach wzrosło znaczenie kredytu w finansowaniu wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Ponadto pogorszenie sytuacji na rynku mieszkaniowym, związane m.in. z zaostrzeniem warunków i kryteriów przyznawania kredytów hipotecznych, przyczyni się do obniżenia popytu na dobra i usługi związane z wyposażeniem mieszkań. Wśród czynników, które negatywnie oddziałują na popyt konsumpcyjny wymieniano ponadto pogarszające się nastroje konsumentów oraz obniżającą się w wyniku podwyżek cen regulowanych siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych.

Odnosząc się do perspektyw inflacji oceniano, że w nadchodzącym okresie tempo wzrostu cen konsumpcyjnych będzie się nadal obniżać i znajdzie się w przedziale odchyleń od celu inflacyjnego, tym samym kształtując się poniżej wielkości prognozowanych w październikowej projekcji inflacji NBP. Do niższej niż prognozowano inflacji w krótkim okresie przyczynią się przede wszystkim niższe niż zakładano ceny surowców na rynkach międzynarodowych, w tym ceny ropy naftowej i gazu. W średnim okresie w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej oddziaływać będą: silniejsze niż wcześniej

oczekiwano obniżenie tempa wzrostu w gospodarce światowej i polskiej, niska inflacja w otoczeniu zewnętrznym przekładająca się na spadek dynamiki cen dóbr importowanych oraz szybsze niż przyjęto w projekcji słabnięcie presji płacowej, związane ze spadkiem popytu na pracę oraz zwiększeniem jej podaży m.in. w wyniku nasilonych powrotów Polaków z emigracji zarobkowej. Ponadto część członków Rady wskazywała, że w warunkach spowolnienia wzrostu gospodarczego obserwowany wcześniej wzrost jednostkowych kosztów pracy jedynie w ograniczonym stopniu przeniesie się na ceny. Zwracano też uwagę na większy od oczekiwań spadek inflacji CPI w listopadzie. Wśród czynników ograniczających proces obniżania się inflacji wymieniono natomiast: dalszy wzrost cen kontrolowanych, podwyżki akcyzy na niektóre wyroby oraz obserwowaną w ostatnich miesiącach deprecjację kursu złotego. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że wpływ osłabienia kursu walutowego na ceny w warunkach spowolnienia gospodarczego będzie prawdopodobnie ograniczony.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego podkreślano, że obserwowane w ostatnich miesiącach znaczące osłabienie złotego wobec euro i dolara amerykańskiego oraz wzrost zmienności kursu wynikają przede wszystkim ze wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, który skutkuje odpływem kapitału z rynków wschodzących. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że aprecjacja kursu złotego w I poł. 2008 r. oraz jego późniejsza deprecjacja mogły być wzmacniane przez zawieranie przez polskie przedsiębiorstwa strukturyzowanych kontraktów walutowych. W tym kontekście wskazywano, że deprecjacja kursu w II poł. 2008 r. przyczyniła się do pogorszenia sytuacji finansowej niektórych przedsiębiorstw, co może dodatkowo ograniczać inwestycje tych przedsiębiorstw. Część członków Rady zwracała uwagę, że w wyniku deprecjacji kursu zwiększa się wyrażona w złotych wartość długu publicznego denominowanego w walutach obcych, a w konsekwencji także relacja długu do PKB, co ze względu na ograniczenia ustawowe może spowodować konieczność ograniczenia wydatków sektora finansów publicznych w kolejnych latach. Inni członkowie wskazywali jednak, ze udział zadłużenia denominowanego w walutach obcych w całkowitym długu publicznym jest znacznie niższy od udziału długu w złotych. Jako korzystny skutek osłabienia kursu złotego wskazywano jednak, iż zwiększa ono konkurencyjność polskich produktów na rynkach zagranicznych, co będzie ograniczać negatywny wpływ recesji w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski na dynamikę polskiego eksportu.

Analizując sytuację na rynku kredytowym wskazywano, że zaostrzenie polityki kredytowej banków oraz utrzymujące się podwyższone w stosunku do stóp NBP rynkowe stopy procentowe są związane z zaburzeniami płynnościowymi w systemie bankowym, będącymi efektem kryzysu na międzynarodowych rynkach finansowych. Argumentowano, że działania banków komercyjnych ukierunkowane na zwiększenie płynności – zmniejszanie akcji kredytowej i oferowanie wysokiego oprocentowania depozytów – przyczynią się do ograniczania popytu krajowego w nadchodzącym okresie. Zwracano także uwagę, że zbyt wysokie oprocentowanie depozytów może prowadzić do pogorszenia wyników finansowych banków i w konsekwencji stanowić czynnik ograniczający przyszłą akcję kredytową. Wskazywano, że efekt ten nie jest jeszcze widoczny w danych monetarnych, w świetle których w listopadzie kredyty nadal relatywnie szybko rosły. Część członków Rady argumentowała, że utrzymujący się wzrost kredytów dla przedsiębiorstw w listopadzie może wynikać z faktu, iż przedsiębiorstwa starają się wykorzystać dostępne linie kredytowe, obawiając się dalszego zaostrzenia polityki kredytowej banków.

Rada dyskutowała także na temat działań NBP oraz rządu, które mogłyby przeciwdziałać ograniczaniu akcji kredytowej przez banki. Argumentowano, że celowi temu sprzyjać będzie system rządowych gwarancji i poręczeń kredytowych, obejmujący w szczególności kredyty dla przedsiębiorstw, w tym kredyty zaciągane w związku z realizacją projektów finansowanych ze środków unijnych. Zwracano uwagę, że wobec problemów płynnościowych banków ewentualne obniżki stóp procentowych NBP mogą nie w pełni przełożyć się na spadek rynkowych stóp procentowych. W ocenie części uczestników dyskusji stanowi to argument przemawiający za koniecznością znaczących obniżek stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady argumentowali, że nawet silne obniżki stóp procentowych nie zwiększą dostępności ani nie obniżą kosztu kredytu, gdyż te są uzależnione od sytuacji płynnościowej banków oraz oczekiwań gospodarstw domowych i przedsiębiorców co do przyszłej sytuacji gospodarki polskiej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada oceniała, że sygnały silniejszego i następującego szybciej niż oczekiwano obniżenia aktywności w gospodarce światowej i polskiej w połączeniu ze znacznym obniżeniem presji inflacyjnej w średnim okresie przemawiają za obniżeniem stóp procentowych NBP. Część członków Rady była zdania, że łagodzenie polityki pieniężnej powinno następować stopniowo m.in. ze względu na wysoki poziom niepewności co do perspektyw gospodarki światowej i polskiej, a także co do siły oddziaływania obniżek stóp NBP na wysokość rynkowych stóp procentowych i popyt krajowy. Argumentowali oni, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby niekorzystnie wpłynąć na oczekiwania uczestników rynków finansowych odnośnie do perspektyw gospodarki polskiej, a przez to przyczynić się do dalszej deprecjacji kursu walutowego. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że w obecnych warunkach wpływ dysparytetu stóp procentowych na kurs walutowy jest ograniczony. Większość członków Rady uznała, że skala spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce oraz podwyższony koszt kredytu wynikający z utrzymywania się rynkowych stóp procentowych na poziomie istotnie wyższym od poziomu stopy referencyjnej NBP przy jednoczesnym wyraźnym osłabieniu presji inflacyjnej uzasadniają znaczące złagodzenie polityki pieniężnej na grudniowym posiedzeniu. Członkowie ci argumentowali, że zbyt słaba reakcja polityki pieniężnej na niekorzystne procesy zachodzące w polskiej gospodarce może przyczynić się do ich nasilenia, a w konsekwencji – poprzez pogorszenie oczekiwań uczestników rynków finansowych – oddziaływać w kierunku osłabienia i wzrostu zmienności kursu złotego. Oceniali oni, że bardziej znaczące obniżenie stóp procentowych NBP będzie przeciwdziałać ograniczeniu akcji kredytowej banków, a w konsekwencji zbyt silnemu osłabieniu popytu krajowego, a także obniży koszt kredytu, w tym także koszt obsługi zaciągniętych wcześniej kredytów; co dodatkowo mogłoby zmniejszyć odsetek tzw. złych długów, oddziałując w kierunku zwiększenia stabilności systemu finansowego. Wskazywali również, że deklarowane przez przedstawicieli rządu utrzymanie dyscypliny finansów publicznych pomimo spowolnienia wzrostu gospodarczego, stanowi dodatkowy czynnik sprzyjający łagodzeniu polityki pieniężnej. Rada dyskutowała także na temat skali możliwych dalszych obniżek stóp procentowych NBP.

Złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych, a także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 75 punktów bazowych. Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 75 punktów bazowych, w związku z czym wniosek o obniżenie stóp procentowych o 50 punktów bazowych nie był przedmiotem głosowania. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 5,00%, stopa lombardowa 6,50%, stopa depozytowa 3,50%, a stopa redyskonta weksli 5,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 27 stycznia 2009 r.

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

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

Rada poświęciła wiele uwagi kwestii krajowego wzrostu gospodarczego. Zwracano uwagę, że recesja w otoczeniu zewnętrznym i towarzyszące jej ograniczenie popytu zagranicznego na polskie towary coraz silniej wpływa na aktywność w gospodarce krajowej, o czym świadczy m. in. dalszy spadek produkcji przemysłowej w grudniu. Na znaczące obniżenie popytu, w szczególności na produkty przedsiębiorstw eksportujących, wskazują także badania ankietowe NBP. Podkreślano, że pogorszenie się perspektyw zbytu przekłada się na wyhamowanie inwestycji i tym samym przyczynia do szybszego niż wcześniej oczekiwano spowolnienia wzrostu PKB.

Dyskutując o perspektywach wzrostu gospodarczego w Polsce zwracano uwagę, że zależą one w znacznym stopniu od koniunktury za granicą. W tym kontekście wskazywano na pogłębianie się recesji w Stanach Zjednoczonych i strefie euro oraz ryzyko dalszych rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Ryzyko to związane jest z negatywnym wpływem światowego kryzysu finansowego na sytuację na rynkach pracy w tych krajach, a w konsekwencji na dochody gospodarstw domowych i ich konsumpcję. Przedłużająca się recesja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki może sprawić, że poprawa krajowej aktywności gospodarczej nastąpi później niż dotychczas oceniano. Część członków Rady podkreślała, że może się to przełożyć na głębsze ograniczenie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, przez co wkład inwestycji do wzrostu PKB może być w 2009 r. ujemny. Argumentowano, że spowolnienie gospodarcze w Polsce, poprzez ograniczenie popytu na pracę i obniżenie tempa wzrostu wynagrodzeń, będzie się przyczyniać do obniżenia dynamiki konsumpcji gospodarstw domowych. Czynnikiem oddziałującym w kierunku osłabienia popytu krajowego może być również ograniczenie wydatków sektora finansów publicznych, które – jeśli będzie dotyczyło wydatków inwestycyjnych – będzie dodatkowo negatywnie oddziaływać na dynamikę PKB w dłuższym okresie. Część członków Rady argumentowała, że do podtrzymania dynamiki inwestycji sektora finansów publicznych przyczyni się realizacja projektów finansowanych ze środków unijnych przez jednostki samorządu terytorialnego.

Omawiając kształtowanie się inflacji, zwracano uwagę na jej nieco większy od oczekiwań spadek w grudniu 2008 r. do 3,3%, a więc poniżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego NBP. Wskazywano, że do obniżenia się inflacji w największym stopniu przyczynił się spadek cen paliw, podkreślano jednak przy tym, że zmalała także inflacja bazowa.

Odnosząc się do perspektyw inflacji oceniano, że w najbliższych miesiącach inflacja powinna stopniowo obniżać się do celu inflacyjnego (2,5%). Część członków Rady podkreślała równocześnie, że w kierunku wzrostu cen będą oddziaływać: obserwowana w ostatnich miesiącach znacząca deprecjacja kursu złotego oraz ewentualne dalsze podwyżki cen regulowanych. W tym kontekście zwracano uwagę m. in. na ewentualne

podwyższenie w 2009 r. stawek akcyzy na paliwa w celu wyrównania części ubytku dochodów budżetowych, co przełożyłoby się na wzrost cen. Inni członkowie Rady argumentowali, że przełożenie zmian kursu walutowego na inflację może być ograniczone w warunkach spowolnienia gospodarczego, a wzrost cen regulowanych pozostaje poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej. Członkowie ci podkreślali jednocześnie, że podwyżki cen regulowanych zmniejszają siłę nabywczą gospodarstw domowych, co w okresie dekoniunktury dodatkowo przyczyni się do obniżenia popytu. Podczas dyskusji wskazywano również na czynniki niepewności odnoszące się do zmian inflacji w nadchodzącym okresie związane z kształtowaniem się cen surowców na rynkach światowych oraz z uwzględnieniem przez GUS zmian wag w koszyku konsumpcyjnym gospodarstw domowych.

Większość Rady podkreślała, że przy malejącej presji inflacyjnej polityka pieniężna powinna bardziej koncentrować się na przeciwdziałaniu nadmiernemu ograniczeniu wzrostu gospodarczego, przyczyniając się w ten sposób do utrzymania stabilności cen w średnim okresie. Zdaniem części członków Rady, uzasadniało to znaczące obniżenie stóp procentowych NBP tak, aby – uwzględniając opóźnienia w mechanizmie transmisji – efekty tych działań mogły jak najszybciej przełożyć się na wzmocnienie popytu krajowego. W opinii części członków Rady łagodzeniu polityki pieniężnej powinno towarzyszyć także uruchomienie rządowych gwarancji i poręczeń kredytowych wspierających wzrost gospodarczy.

Omawiając kształtowanie się kursu walutowego podkreślano, że obserwowana w ostatnim okresie znacząca deprecjacja złotego wynika przede wszystkim ze wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, który skutkuje odpływem kapitału z rynków wschodzących, co odzwierciedla wzrost rentowności obligacji oraz stawek CDS. Część członków Rady zwracała uwagę, że skala osłabienia złotego jest większa niż innych walut Europy Środkowo-Wschodniej, mimo że stopy procentowe zostały w Polsce obniżone w mniejszym stopniu niż w pozostałych krajach regionu. Ich zdaniem, świadczy to o ograniczeniu roli dysparytetu stóp procentowych w kształtowaniu się kursu walutowego w ostatnim okresie. Jednocześnie członkowie ci wskazywali, że w obecnej sytuacji większe znaczenie dla kursu złotego mają perspektywy wzrostu gospodarczego Polski, a także związana z tym sytuacja sektora finansów publicznych. Zdaniem części członków Rady, silne obniżenie stóp procentowych mające na celu przeciwdziałanie nadmiernemu osłabieniu wzrostu gospodarczego może zatem oddziaływać w kierunku umocnienia kursu złotego w średniej perspektywie. Dodatkowo argumentowali oni, że skumulowanie w czasie obniżek stóp procentowych NBP do poziomu pożądanego z punktu widzenia jednoczesnego utrzymania stabilności cen i wspierania aktywności gospodarczej będzie sprzyjać wygaśnięciu oczekiwań na dalsze obniżki stóp NBP, co powinno ograniczać presję na deprecjację złotego. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych może zwiększyć oczekiwania uczestników rynków finansowych co do skali dalszych obniżek stóp. Ponadto zwracali oni uwagę, że zbyt szybkie łagodzenie polityki pieniężnej przez Radę może zostać odebrane jako sygnał znacznego pogorszenia się perspektyw gospodarki polskiej, a przez to przyczynić się do dalszej deprecjacji kursu walutowego. Członkowie ci podkreślali również, że krajowy rynek walutowy jest obecnie relatywnie płytki, wobec czego istnieje ryzyko dalszego silnego osłabienia kursu złotego, co powinno być brane pod uwagę przy decydowaniu o skali obniżki stóp procentowych NBP.

Analizując czynniki wpływające na kształtowanie się kursu walutowego specyficzne dla polskiej gospodarki, część członków Rady argumentowała, że deprecjacja kursu złotego

mogła być wzmacniana przez konieczność wywiązania się przez polskie przedsiębiorstwa z zawartych wcześniej kontraktów opcyjnych poprzez zakup walut na rynku. Z drugiej strony niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w kierunku ograniczenia skali osłabienia złotego mogły oddziaływać deklaracje Rady Ministrów o determinacji w realizacji harmonogramu przystępowania Polski do strefy euro. W tym kontekście wskazywano, że ewentualne przesunięcie momentu przyjęcia wspólnej waluty może negatywnie wpłynąć na kształtowanie się kursu złotego.

Dyskutując o wpływie deprecjacji kursu złotego na gospodarkę wskazywano, że osłabienie kursu negatywnie wpływa na sytuację finansową przedsiębiorstw zaangażowanych w kontrakty opcyjne oraz zwiększa złotową wartość zadłużenia podmiotów gospodarczych (przedsiębiorstw, gospodarstw domowych oraz sektora finansów publicznych) denominowanego w walutach obcych, co będzie przyczyniać się do obniżenia wydatków tych podmiotów. Ponadto zwracano uwagę, że wywołany osłabieniem kursu wzrost cen importu będzie – poprzez wzrost kosztów importowanych surowców i dóbr pośrednich – negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce. Z drugiej strony wskazywano na związany z deprecjacją kursu złotego wzrost konkurencyjności polskich produktów na rynkach zagranicznych, który będzie ograniczać negatywny wpływ recesji za granicą na polski eksport. Argumentowano, że deprecjacja złotego prowadzi również do wzrostu złotowej wartości środków unijnych, co w połączeniu z sygnalizowanym w badaniach koniunktury GUS możliwym spadkiem cen robót budowlano-montażowych może być czynnikiem wspierającym realizację projektów inwestycyjnych finansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Podkreślano, że deprecjacja, powodując wzrost cen dóbr importowanych, sprzyja wzrostowi popytu wewnętrznego na dobra krajowe kosztem popytu na dobra importowane, co będzie oddziaływało w kierunku ograniczenia nierównowagi w handlu zagranicznym Polski.

Analizując sytuację na rynku kredytowym zwracano uwagę, że choć dane monetarne nie wskazują jeszcze na silne spowolnienie dynamiki kredytów, to w IV kw. 2008 r. banki znacząco zaostrzyły politykę kredytową, a część z nich wycofała z oferty kredyty mieszkaniowe denominowane w walutach obcych. W tym kontekście część członków Rady argumentowała, że decyzje o obniżeniu stóp procentowych NBP mają istotne znaczenie dla rozwoju akcji kredytowej, gdyż oddziałują w kierunku obniżenia kosztu kredytów złotowych. Wskazywano przy tym, że od momentu rozpoczęcia procesu obniżania stóp procentowych NBP w listopadzie 2008 r. stopa WIBOR 3M spadła o ponad 100 punktów bazowych, co potwierdza, że pomimo utrzymywania się stóp rynkowych na podwyższonym poziomie względem stopy referencyjnej decyzje Rady istotnie wpływają na rynkowe stopy procentowe.

Omawiając sytuację w sektorze bankowym zwracano uwagę, że oferowaniu wysokiego oprocentowania depozytów terminowych towarzyszyło podniesienie przez banki marż kredytowych. Część członków Rady argumentowała, że do czasu wygaśnięcia założonych wcześniej lokat banki mogą być skłonne utrzymywać koszt nowoudzielanych kredytów na podwyższonym poziomie nawet mimo obniżenia stóp procentowych NBP. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, zbyt silne obniżki stóp, zmniejszając przychody banków z obsługi kredytów już udzielonych – jeśli ich oprocentowanie jest bezpośrednio zależne od stóp na rynku międzybankowym – mogą przyczyniać się do pogorszenia wyników finansowych banków i przez to stanowić czynnik ograniczający akcję kredytową. Członkowie ci argumentowali, że łagodzenie polityki pieniężnej powinno następować w takim tempie, aby umożliwić bankom stopniowe dostosowanie się do zmieniających się warunków działalności.

Dyskutując o poziomie stóp procentowych wskazywano, że w obliczu szybko pogarszającej się koniunktury i spadku presji inflacyjnej wiele banków centralnych kontynuowało w ostatnim okresie łagodzenie polityki pieniężnej. Część członków Rady argumentowała, że przy braku lub niewielkiej skali obniżek stóp procentowych w Polsce przyczyni się to do wzrostu dysparytetu stóp procentowych. Inni członkowie zwracali natomiast uwagę, że obecnie trudno ocenić wpływ znacznego łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne na gospodarkę i stabilność systemu finansowego, przez co nie powinno się automatycznie podążać za zmianami stóp procentowych w innych krajach.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, Rada oceniła, że sygnały silniejszego i następującego szybciej niż oczekiwano osłabienia aktywności w gospodarce światowej i polskiej w połączeniu z dalszym spadkiem presji inflacyjnej przemawiają za obniżeniem stóp procentowych NBP. Część członków Rady była zdania, że redukcja stóp procentowych powinna następować stopniowo, a jej skala na styczniowym posiedzeniu powinna być mniejsza niż w grudniu 2008 r., szczególnie biorąc pod uwagę zmniejszenie restrykcyjności polityki pieniężnej wynikające ze znaczącej deprecjacji kursu złotego. Zdaniem tych członków Rady, zbyt silna redukcja stóp NBP na bieżącym posiedzeniu stwarza ryzyko dalszej deprecjacji kursu walutowego, co przemawia za stopniowym dostosowaniem stóp procentowych. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że zbyt silna obniżka stóp na bieżącym posiedzeniu może nadmiernie zwiększyć oczekiwania rynku dotyczące łącznej skali redukcji stóp. Inni członkowie Rady podkreślali jednak, że w obliczu szybkiego pogarszania się perspektyw krajowego wzrostu gospodarczego należy jak najszybciej obniżyć stopy procentowe do poziomu wspierającego aktywność gospodarczą w Polsce. Znaczące obniżenie stóp procentowych NBP – zdaniem tych członków Rady – będzie przeciwdziałać ograniczaniu akcji kredytowej banków, a w konsekwencji zbyt silnemu osłabieniu popytu krajowego. Argumentowali oni, że decyzje Rady ukierunkowane na wspieranie wzrostu PKB w obliczu spadku presji inflacyjnej mogą oddziaływać w kierunku umocnienia kursu złotego. Rada dyskutowała również na temat skali możliwych dalszych obniżek stóp procentowych NBP.

Złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych, o 50 punktów bazowych, oraz o 75 punktów bazowych. Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 75 punktów bazowych, w związku z czym wnioski o obniżenie stóp procentowych o 25 punktów bazowych oraz o 50 punktów bazowych nie były przedmiotem głosowania. Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe do poziomu: stopa referencyjna 4,25%, stopa lombardowa 5,75%, stopa depozytowa 2,75%, a stopa redyskonta weksli 4,50%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 24–25 lutego 2009 r.

Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 0,25 pkt. proc. do poziomu: stopa referencyjna 4,00% w skali rocznej; stopa lombardowa 5,50% w skali rocznej; stopa depozytowa 2,50% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 4,25% w skali rocznej.

Dane, które napłynęły w ostatnim okresie potwierdzają, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulega istotnemu obniżeniu. Znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego spowodowane recesją u głównych partnerów handlowych Polski obejmuje kolejne sektory gospodarki. Podobnie jak za granicą, do spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego przyczynia się utrudniony dostęp do kredytu wynikający ze wzrostu awersji do ryzyka i znacznego zaostrzenia warunków kredytowych przez banki, a także pogarszanie się nastrojów podmiotów gospodarczych. Pomimo utrzymywania się nadpłynności sektora

bankowego, koszt kredytu pozostaje na stosunkowo wysokim poziomie, co wynika z wysokiej premii za ryzyko kredytowe zawartej w rynkowych stopach procentowych i z podwyższonych marż. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy potwierdzają wzrost bezrobocia i obniżanie się dynamiki wynagrodzeń w gospodarce, co oddziałuje w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej.

W ostatnim okresie nastąpiło silne osłabienie walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złotego, czemu towarzyszył znaczny wzrost zmienności jego kursu. W ocenie Rady kurs złotego jest obecnie słabszy od kursu równowagi i nie odzwierciedla relatywnie korzystnego stanu i perspektyw polskiej gospodarki. Według wstępnych danych GUS, w styczniu 2009 r. roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce uległo dalszemu obniżeniu (do 3,1%). Spadek inflacji wynikał przede wszystkim z obniżenia się cen paliw, choć skala jej spadku ograniczona została silnym wzrostem cen regulowanych (nośników energii oraz usług związanych z użytkowaniem mieszkania) oraz deprecjacją kursu złotego.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny NBP projekcją inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. Projekcja makroekonomiczna, która zostanie przedstawiona w *Raporcie o inflacji* została przygotowana z wykorzystaniem danych dostępnych do 23 stycznia br. Prognozowane w lutowej projekcji roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych jest w całym horyzoncie projekcji niższe od oczekiwanego w projekcji październikowej. Przy założeniu niezmienionych stóp procentowych prognozowana inflacja z 50-procentowym prawdopodobieństwem znajdzie się w przedziale 2,5–3,9% w 2009 r. (wobec 3,9–5,7% w październikowej projekcji), 0,5–3,2% w 2010 r. (wobec 1,9–4,5%) oraz –0,9–2,6% w 2011 r. Natomiast roczne tempo wzrostu PKB zgodnie z lutową projekcją znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,3–1,9% w 2009 r. (wobec 1,9–3,7% w październikowej projekcji), 1,2–3,3% w 2010 r. (wobec 2,7–4,5%) oraz 2,5–4,8% w 2011 r.

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja może przejściowo nieznacznie wzrosnąć ze względu na wzrost cen kontrolowanych, w tym przede wszystkim cen energii elektrycznej oraz cen paliw.

W średnim okresie, recesja w gospodarce światowej przyczyniająca się do spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej w Polsce. W kierunku ograniczenia popytu, a przez to presji inflacyjnej oddziałuje również zaostrzenie warunków przyznawania kredytów przez banki. W kierunku wzrostu cen będzie natomiast oddziaływać obserwowana w ostatnich miesiącach znacząca deprecjacja złotego. Osłabienie kursu złotego zwiększa także złotową wartość walutowych zobowiązań podmiotów gospodarczych (zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw), co może przyczyniać się do obniżenia popytu krajowego.

Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu i podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych.

Łagodzenie polityki pieniężnej powinno sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu, co w średnim okresie sprzyja realizacji celu inflacyjnego. Decyzje Rady w nadchodzących miesiącach będą uwzględniać napływające informacje dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji i sytuacji na rynkach finansowych w Polsce i na świecie oraz informacje dotyczące kształtowania się kursu złotego.

Rada Polityki Pieniężnej realizuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. W ramach tej strategii Narodowy Bank Polski może stosować instrumenty bezpośrednio wpływające na kurs złotego.

Czynnikiem sprzyjającym łagodzeniu polityki pieniężnej może być zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych.

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

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

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Luty 2009*.

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 NECMOD[53]. 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

Oczekuje się, że w 2009 r. gospodarki Stanów Zjednoczonych, strefy euro i Wielkiej Brytanii pozostaną w fazie recesji. Czynnikami sprzyjającymi pogłębianiu się globalnego kryzysu pozostanie wciąż niestabilna sytuacja na rynkach finansowych oraz oznaki osłabienia wzrostu w gospodarkach krajów rozwijających się, w tym Chin i Indii. Stopniowej poprawy koniunktury w Stanach Zjednoczonych i krajach europejskich można oczekiwać dopiero od 2010 r.

Ze względu na obniżenie tempa wzrostu gospodarczego osłabieniu ulegnie także presja inflacyjna, co stworzy przestrzeń do dalszej redukcji stóp procentowych przez banki centralne głównych gospodarek świata. W 2010 r. w miarę wychodzenia gospodarek krajów rozwiniętych z recesji i ponownego pojawienia się ryzyk inflacyjnych, poziom stóp procentowych zacznie być stopniowo podnoszony.

Ceny surowców energetycznych i rolnych, po gwałtownym spadku pod koniec 2008 r., będą utrzymywać się na poziomach znacząco niższych niż w roku ubiegłym. Stabilizacja cen ropy, gazu oraz węgla kamiennego będzie związana głównie z niskim popytem na surowce energetyczne w warunkach silnego osłabienia globalnego wzrostu gospodarczego. Korekcie cen surowców rolnych sprzyjać będą ponadto przewidywane dobre tegoroczne zbiory zbóż, zniesienie barier eksportowych w krajach, w których w ubiegłych latach nasilały się obawy o niewystarczającą podaż produktów rolnych na rynkach wewnętrznych oraz łączące się ze spadkiem cen ropy naftowej obniżenie kosztów transportu i zapotrzebowania na biopaliwa. W dłuższym horyzoncie projekcji, ceny surowców mogą nieznacznie wzrosnąć reagując na poprawę sytuacji gospodarczej na świecie.

[53]Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

Popyt zagregowany

W 2009 r. gospodarka Polski wejdzie w fazę spowolnienia gospodarczego. Pomimo, że pierwotną przyczyną spowolnienia będzie przede wszystkim osłabienie popytu zewnętrznego, to skutki międzynarodowego kryzysu przełożą się dość szybko także na wyraźny spadek tempa wzrostu popytu krajowego. Dynamika popytu krajowego będzie się systematycznie obniżać do przełomu lat 2009 i 2010, a następnie, w ślad za wychodzeniem gospodarki światowej z recesji, w 2011 r. przekroczy poziom 3% r/r.

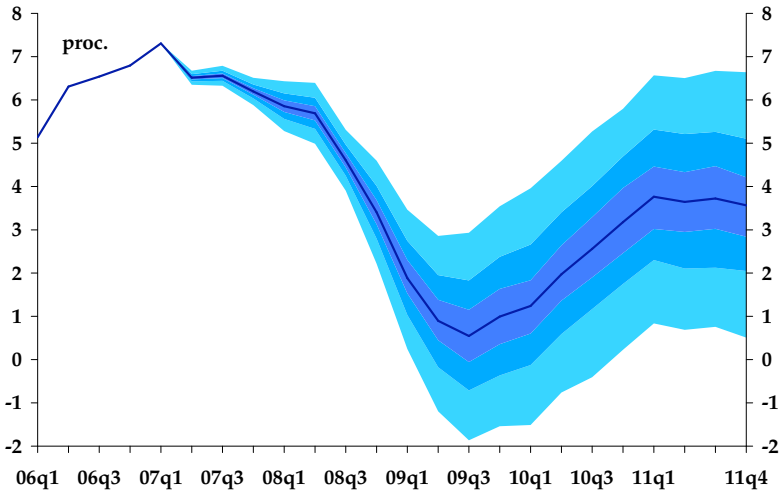
W krótkim horyzoncie projekcji osłabienie dynamiki popytu krajowego będzie się łączyć ze słabnącym popytem inwestycyjnym sektora prywatnego. Ograniczenie planów inwestycyjnych przedsiębiorstw wynikać będzie zarówno z pogorszenia ich perspektyw zbytu, jak i ograniczenia możliwości finansowania nakładów na środki trwałe. Mniejszej dostępności kredytów przy restrykcyjnej polityce kredytowej banków towarzyszyć będzie spadek zyskowności produkcji, co z kolei ograniczy możliwości finansowania inwestycji ze środków własnych. Spadek popytu na mieszkania będzie natomiast związany z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy, zaostrzeniem zasad przyznawania kredytów hipotecznych przez banki oraz wzrostem ryzyka kursowego w przypadku kredytów hipotecznych w walucie obcej. Ze względu na wysoką podaż mieszkań w 2009 r., która z opóźnieniem będzie się dostosowywać do pogorszenia koniunktury na rynku, ceny mieszkań obniżą się.

Czynnikiem, który w krótkim okresie częściowo będzie przeciwdziałał spadkowi dynamiki inwestycji będą inwestycje publiczne, stymulowane przez napływ środków z funduszy strukturalnych UE.

W 2009 r. wzrost PKB będzie podtrzymywany przez stabilne tempo wzrostu konsumpcji indywidualnej, której dynamika utrzyma się na poziomie zbliżonym do 4%. Gospodarstwa domowe będą jedynie stopniowo dostosowywać poziom konsumpcji do obniżenia dynamiki dochodów realnych, ponadto w kierunku podtrzymania relatywnie wysokiej dynamiki spożycia indywidualnego zadziała znaczący spadek realnych stóp procentowych na początku 2009 r. W 2010 r., ze względu na utrzymywanie się niskiego tempa wzrostu funduszu płac w gospodarce dynamika spożycia indywidualnego wyraźnie spowolni. Dopiero przy poprawie sytuacji na rynku pracy i ponownym wzroście dynamiki dochodów do dyspozycji w 2011 r., zacznie ona ponownie przyspieszać. Tempo wzrostu spożycia zbiorowego, choć w krótkim horyzoncie projekcji relatywnie niskie, począwszy od końca 2009 r. będzie rosło.

Recesja gospodarcza, która dotknęła głównych partnerów handlowych Polski, będzie skutkowała wyraźnym spadkiem obrotów handlowych. Obniżenie popytu zagranicznego w pierwszych kwartałach 2009 r. odbije się niekorzystnie na wynikach eksportu. Jednocześnie słabnący popyt krajowy wpłynie negatywnie na dynamikę importu, w szczególności ze względu na spadek dynamiki importochłonnych inwestycji. W dłuższym horyzoncie, ożywienie gospodarcze na świecie przyczyni się do odbudowy dynamiki eksportu. Tempo wzrostu importu pozostanie do 2011 r. niższe niż eksportu, co przełoży się na niewielki dodatni wpływ eksportu netto na wzrost PKB w całym horyzoncie projekcji.

Wykres 4.1: Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.



Źródło: NBP.

Równowaga makroekonomiczna

Dynamika wzrostu gospodarczego będzie się systematycznie obniżać do III kw. 2009 r. włącznie. Tempo wzrostu aktywności gospodarczej zacznie przyspieszać w 2010 r. w ślad za wychodzeniem gospodarki światowej z recesji, i w ostatnim roku projekcji zbliży się do poziomu 4 % r/r (Wykres 4.1).

W miarę pogłębiania się spowolnienia gospodarczego w 2009 r. będzie się osłabiać popyt na pracę. Dostosowanie do pogarszającej się sytuacji gospodarczej odbywać się będzie w pierwszym rzędzie poprzez redukcję zatrudnienia, która dotknąć może głównie osoby o najniższej wydajności. W efekcie, w 2009 r. istotnie obniży się tempo wzrostu liczby pracujących. Dopiero w 2011 r. negatywne tendencje na rynku pracy odwrócą się. Wzrost zatrudnienia będzie stymulowany zarówno przez odbudowujący się popyt na pracę, jak i przez wzrost podaży pracy w wyniku korzystnych zmian w strukturze demograficznej populacji[54], wcześniejszej redukcji klina płacowego oraz osłabienia odpływów migracyjnych.

Spadek liczby pracujących w krótkim horyzoncie projekcji zmniejszy skalę pożądanej korekty wzrostu płac na początku 2009 r. Jednocześnie, na osłabienie presji płacowej w 2009r. wpłynie wchodząca w życie w roku bieżącym reforma podatku PIT, a w dłuższej perspektywie także rosnąca stopa bezrobocia. W efekcie, dynamika płac brutto obniży się do poziomu bliskiemu 2% r/r., by następnie stopniowo rosnąć do końca horyzontu projekcji. Do 2011 r., dynamika płac realnych utrzyma się jednak poniżej dynamiki wydajności pracy stopniowo domykając lukę między poziomem wynagrodzeń i produktywności, której źródłem były trwające do 2008 r. ożywienie na rynku pracy oraz napięcia związane z intensywną emigracją po 2004 r.

Dodatkowo, do wzrostu aktywności zawodowej osób w wieku poniżej 25 lat w 2009 r. przyczyni się również znaczący wzrost płacy minimalnej.

[54] Rosnący udział w populacji osób w wieku 25–44 lat, charakteryzujących się wysokim współczynnikiem aktywności zawodowej.

Pomimo dalszej redukcji klina podatkowego w wyniku reformy podatku PIT, stopa bezrobocia równowagi NAWRU, podobnie jak bieżąca stopa bezrobocia, będzie w latach 2009–2010 systematycznie rosnąć. Wiązać się to będzie z rosnąca podażą pracy w warunkach słabnącego popytu na pracę, który częściowo będzie miał charakter średniookresowy. Na pogorszenie perspektyw popytu na pracę w dłuższym okresie wpłynie wolniejsza akumulacja kapitału, związana ze spowolnieniem gospodarczym. W tym samym kierunku będzie oddziaływał również podnoszący koszty produkcji wzrost względnych cen importu wynikający z osłabienia złotego, szczególnie w pierwszych kwartałach projekcji. Przy ujemnej dynamice liczby pracujących wzrost rzeczywistej stopy bezrobocia będzie szybszy niż stopy bezrobocia równowagi, prowadząc do domknięcia luki na bezrobociu na przełomie 2009 i 2010 r. W 2011 r., w efekcie poprawy sytuacji gospodarczej absorpcja wolnej siły roboczej przyspieszy, stabilizując poziom stopy bezrobocia.

Ze względu na wygasanie wpływu na dynamikę produktu potencjalnego wprowadzanych w 2008 i 2009 r. zmian w polityce budżetowej, prowadzących do redukcji obciążeń fiskalnych wpływających na koszty pracy, obniżać się będzie również tempo wzrostu produktu potencjalnego. Czynnikiem stabilizującym tempo wzrostu produktu potencjalnego w dłuższej perspektywie będzie wzrost TFP, w połączeniu z ciągle relatywnie wysoką dynamiką akumulacji kapitału.

Do końca 2010 r. rzeczywisty PKB będzie rósł wolniej niż produkt potencjalny. W konsekwencji ujemna luka popytowa będzie się rozszerzać, wskazując na spadek presji popytowej w gospodarce. W 2011 r., wraz z oczekiwaną poprawą koniunktury w Polsce, nierównowaga na rynku dóbr będzie się stopniowo zmniejszać.

Ujemne saldo obrotów towarowych będzie się poprawiać w całym horyzoncie projekcji. Saldo transferów bieżących i rachunku kapitałowego poprawi się głównie z powodu większego napływu środków z funduszy unijnych, w szczególności w 2011 r. Nieznacznie pogarszać się będzie natomiast saldo dochodów, w wyniku niższych przekazów wynagrodzeń z zagranicy oraz wyższych kosztów obsługi zadłużenia.

Mimo deprecjacji kursu obserwowanej pod koniec 2008 r. i na początku 2009 r. w bliższym horyzoncie projekcji konkurencyjność polskich towarów mierzona *terms of trade* będzie się nadal pogarszać. Trend ten ulegnie jednak odwróceniu w miarę dostosowywania się sektora przedsiębiorstw do nowych warunków działalności oraz późniejszej poprawy koniunktury w gospodarce globalnej. W efekcie nierównowaga zewnętrzna, mierzona relacją salda na rachunku bieżącym i kapitałowym do PKB, po okresie stabilizacji w latach 2009-2010, już w 2011 r. będzie się stopniowo zmniejszać.

Presja kosztowa

Silna deprecjacja złotego na przełomie 2008 i 2009 r. przełoży się na wzrost kosztów produkcji krajowej w krótkim horyzoncie projekcji. Przełożenie osłabienia kursu na ceny w gospodarce będzie jednak stosunkowo słabe ze względu na pogarszającą się koniunkturę na rynku krajowym. Presja kosztowa związana z osłabieniem kursu ulegnie odwróceniu w kolejnych kwartałach projekcji kiedy kurs złotego będzie się stopniowo umacniał powracając do wartości wyznaczonych przez czynniki fundamentalne.

Systematyczne słabnięcie presji inflacyjnej będzie wzmacniane przez spowalniające tempo wzrostu płac oraz spadek liczby pracujących. W odpowiedzi na pogorszenie sytuacji gospodarczej obniżą się jednostkowe koszty pracy. Koszty pracy zaczną powoli rosnąć

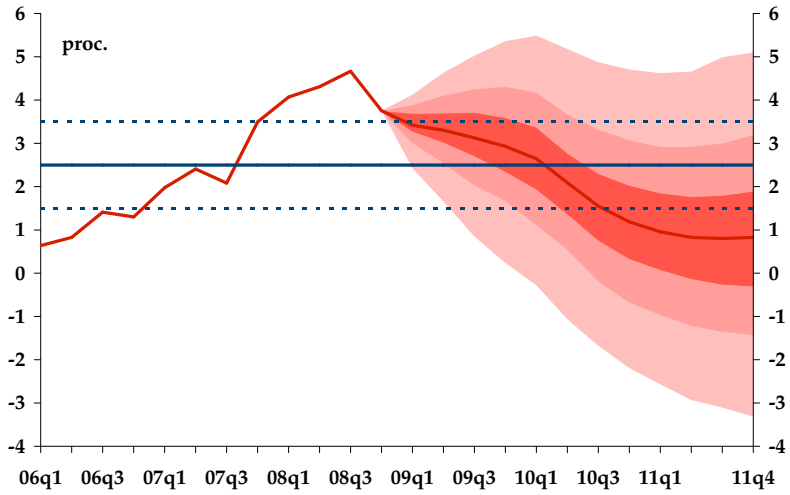
dopiero w 2011 r. Na ich utrzymanie na względnie niskim poziomie mimo poprawy tempa wzrostu gospodarczego w ostatnich latach projekcji, wpłynie przede wszystkim korzystna sytuacja podażowa na rynku pracy i relatywnie wysoka stopa bezrobocia.

Ponadto, istotny spadek cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach globalnych, a następnie ich stabilizacja, przy stopniowej aprecjacji złotego, będzie mieć istotny wpływ na obniżenie dynamiki krajowych cen żywności oraz nośników energii.

Inflacja

Inflacja CPI w całym horyzoncie projekcji będzie się stopniowo obniżać, w 2011 r. przekraczając dolną granicę przedziału odchyleń od celu (Wykres 4.2). Prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego 2,5% systematycznie wzrasta do ok. 0,74 w ostatnich kwartałach projekcji, przy dwukrotnym spadku prawdopodobieństwa utrzymania się inflacji w paśmie odchyleń od celu w 2011 r. w porównaniu do 2009 r.

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



Źródło: NBP.

Na tempo wzrostu cen konsumenta w roku bieżącym w istotnym stopniu wpłynie obniżające się tempo wzrostu cen żywności i nośników energii. Ze względu na wysoki historyczny wzrost kosztów pracy oraz silną deprecjację złotego na przełomie 2008 i 2009 r. w pierwszych kwartałach projekcji na wyższym poziomie utrzyma się jednak inflacja bazowa. W dalszym horyzoncie projekcji na osłabienie presji inflacyjnej złożą się stabilizacja cen na rynkach światowych, w tym cen surowców rolnych i energetycznych, powolny powrót złotego do wartości fundamentalnych oraz redukcja kosztów pracy, postępująca w miarę pogłębiania się spowolnienia na rynku pracy.

Poniższa tabela prezentuje najważniejsze charakterystyki rozkładu prawdopodobieństwa ścieżki inflacji otrzymanej w projekcji lutowej.

Tabela 4.1: Prawdopodobieństwa kształtowania się przyszłej inflacji

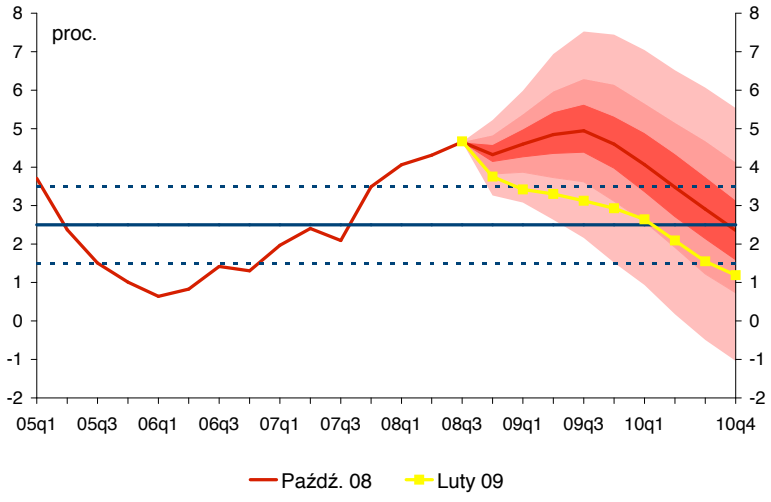
	Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:				
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5%; 3,5%)
2009q1	0,00	0,06	0,51	0,45	0,51
2009q2	0,04	0,18	0,56	0,47	0,52
2009q3	0,12	0,31	0,59	0,47	0,47
2009q4	0,17	0,38	0,62	0,49	0,45
2010q1	0,26	0,46	0,68	0,48	0,42
2010q2	0,38	0,59	0,77	0,51	0,40
2010q3	0,49	0,69	0,83	0,51	0,34
2010q4	0,56	0,73	0,85	0,50	0,29
2011q1	0,59	0,75	0,88	0,50	0,29
2011q2	0,60	0,75	0,87	0,50	0,27
2011q3	0,60	0,74	0,86	0,50	0,26
2011q4	0,59	0,73	0,84	0,50	0,25

Źródło: NBP.

Projekcja lutowa na tle projekcji październikowej

Zarówno inflacja CPI (Wykres 4.3) jak i dynamika PKB (Wykres 4.4) kształtują się wyraźnie poniżej ścieżek z rundy październikowej. Na zmianę oczekiwanego tempa wzrostu cen oraz przyszłej aktywności gospodarczej wpłynęła głównie głęboka rewizja prognoz dotyczących otoczenia zewnętrznego. Obserwowana w ostatnich miesiącach silna deprecjacja kursu złotego, osłabiła wpływ zmiany w ocenie charakteru globalnej dekoniunktury na prognozowaną sytuację gospodarczą w Polsce.

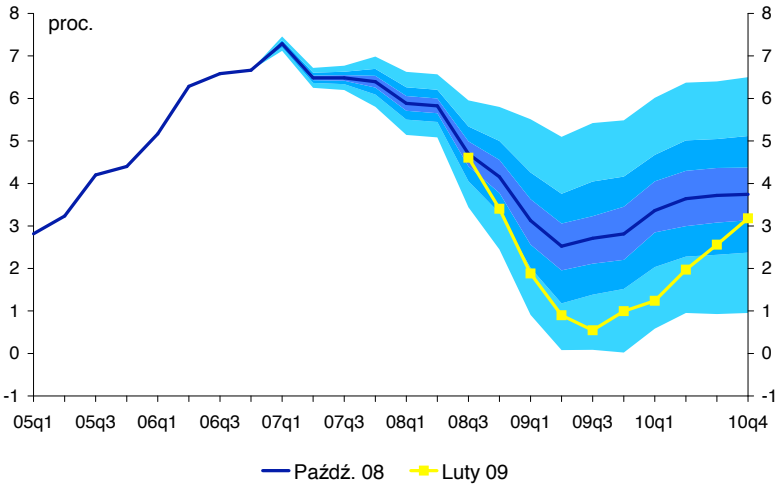
Wykres 4.3: Projekcja lutowa na tle projekcji październikowej: inflacja CPI.



Źródło: NBP.

Wyraźnie bardziej pesymistyczne oczekiwania dotyczące dynamiki wzrostu PKB głów-

Wykres 4.4: Projekcja lutowa na tle projekcji październikowej: PKB.



Źródło: NBP.

nych partnerów handlowych Polski w stosunku do prognoz formułowanych w październiku, przekładające się na osłabienie dynamiki eksportu oraz poprzez kanał inwestycyjny i sytuację na rynku pracy na pogorszenie perspektyw popytu krajowego, a także dalsze zacieśnienie polityki kredytowej banków, przyczyniły się do obniżenia projekcji tempa wzrostu gospodarczego. Przy gwałtownej redukcji popytu zagranicznego, deprecjacja kursu złotego jedynie z opóźnieniem i w ograniczonym stopniu wpływa na podtrzymanie dynamiki PKB. W kierunku podtrzymania wzrostu gospodarczego oddziaływać będzie dotychczasowe złagodzenie polityki monetarnej.

Pogorszenie perspektyw wzrostu oraz towarzysząca temu gorsza sytuacja na rynku pracy, przyczyniły się do zmniejszenia presji popytowej i wpłynęły na obniżenie ścieżki inflacji bazowej względem ostatniej projekcji. W przeciwnym kierunku na presję inflacyjną w gospodarce, szczególnie w 2009 r., wpłynęła jednak znacząca deprecjacja złotego, przez co inflacja bazowa w pierwszych kwartałach projekcji lutowej, podobnie jak oczekiwano w październiku, wykazuje jeszcze tendencję wzrostową. Głęboka rewizja prognoz dynamiki cen żywności i nośników energii łączy się z istotnym obniżeniem oczekiwań dotyczących kształtowania się cen surowców energetycznych i rolnych w porównaniu do rundy październikowej.

Rewizje prognoz inflacji i PKB na przestrzeni ostatniego roku

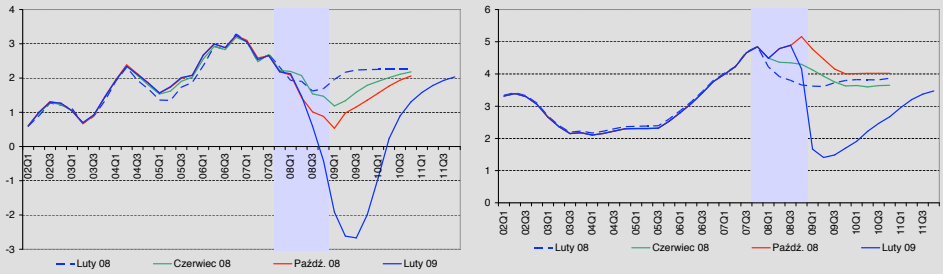
Dane napływające po publikacji prognoz w Raporcie o Inflacji z lutego 2008 r., zmieniały najpierw stopniowo, a w ostatnich miesiącach już wyraźnie, ocenę zarówno bieżącej sytuacji gospodarczej, jak i przewidywania dotyczące kształtowania się procesów gospodarczych w przyszłości.

Zmiany w otoczeniu międzynarodowym

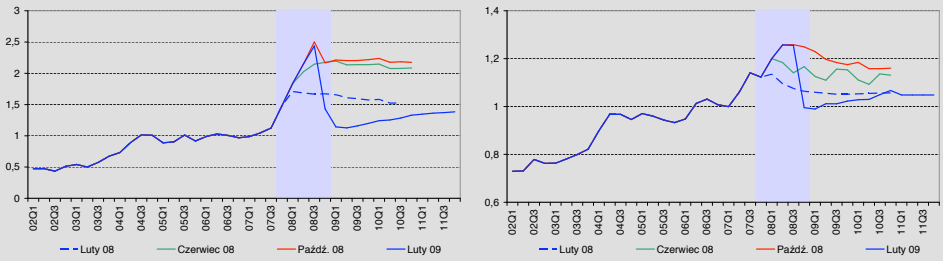
W 2008 r. stopniowo ujawniała się skala problemów na rynkach finansowych. Towarzyszyły temu sygnały wskazujące na możliwe spowolnienie tempa globalnego wzrostu

gospodarczego. Jednocześnie, utrzymujące się wysokie ceny surowców podtrzymywały światową inflację.

Sytuacja na rynkach finansowych uległa gwałtownemu pogorszeniu w ostatnim kwartale 2008 r. W okresie tym w dużo większym stopniu ujawniła się również głębokość światowej recesji. Gwałtownie spadające tempo wzrostu gospodarczego wraz z silną korektą cen surowców spowodowało zdecydowaną reakcję banków centralnych.



Wykres R.4.1: PKB (% r/r) (lewy panel)i stopa procentowa za granicą (%) (prawy panel).
Źródło: NBP.



Wykres R.4.2: Indeks światowych cen surowców rolnych (lewy panel) i energetycznych (prawy panel).
Źródło: NBP.

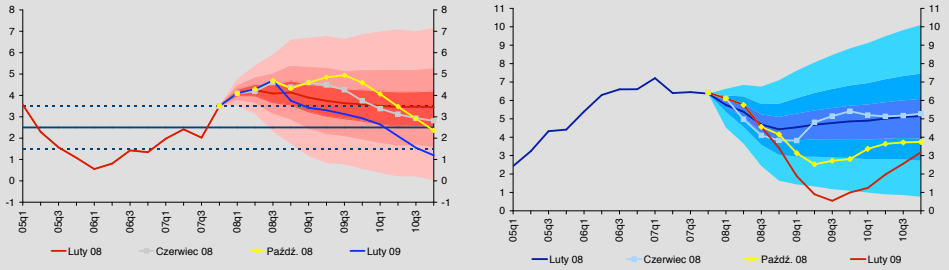
Rozwój sytuacji gospodarczej na świecie znalazł odzwierciedlenie w rewizji założeń, przyjmowanych w procesie prognostycznym, dotyczących globalnego tempa wzrostu, cen surowców oraz poziomu stóp procentowych w głównych gospodarkach światowych. W projekcjach z czerwca jak i października 2008 r. zakładane tempo wzrostu PKB za granicą podlegało stopniowym rewizjom w dół (por. Wykres R.4.1). W bieżącej projekcji skala korekty prognozy koniunktury globalnej była istotnie większa, odzwierciedlając wyraźne zmiany ocen perspektyw rozwoju gospodarki światowej, jakie nastąpiły od publikacji projekcji z października ub.r.

Założenia dotyczące zarówno cen surowców jak i zagranicznych stóp procentowych początkowo rewidowane były w górę (por. Wykresy R.4.1 i R.4.2). W bieżącej rundzie prognostycznej dokonano natomiast istotnego obniżenia prognoz kształtowania się tych kategorii.

Zmiany w ocenie gospodarki krajowej

W pierwszych trzech kwartałach 2008 r. sytuacja gospodarcza w kraju kształtowała się korzystnie, na co wpływ miał w głównej mierze silny popyt konsumpcyjny oraz wysoka dynamika nakładów inwestycyjnych. Okres ten charakteryzował się również pozytywnym nastawieniem inwestorów zagranicznych wobec krajów regionu, co przekładało się na mocny kurs złotego. Szybkiemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszyło

postępujące narastanie nierównowagi na rynku pracy. Napięcia na rynku pracy, wraz z utrzymującymi się wysokimi cenami surowców na rynkach światowych, prowadziły do korekt w górę ścieżki inflacji w krótkim horyzoncie prognoz zarówno w czerwcu jak i październiku ub.r. (por. Wykres R.4.3).



Wykres R.4.3: Inflacja CPI (lewy panel) i PKB (prawy panel) w kolejnych projekcjach na tle wykresu wachlarzowego z lutego 2008 r. (r/r) (%).
Źródło: NBP.

Wraz z gwałtownym załamaniem sytuacji gospodarczej na świecie, którego skutki stały się widoczne w ostatnim kw. 2008 r., istotnie zmniejszył się popyt zewnętrzny na polskie wyroby, inicjując pogorszenie sytuacji gospodarczej w kraju. Ostrożne dotąd rewizje prognoz dynamiki PKB w krótkim horyzoncie projekcji w obecnej rundzie prognostycznej stały się głębsze (por. Wykres R.4.3). Obniżenie prognoz inflacji na 2009 r. w bieżącej projekcji wynika głównie z czynników zewnętrznych (spadku indeksów światowych cen surowców), częściowo ograniczanych przez deprecjację złotego związaną z gwałtownym pogorszeniem się nastawienia inwestorów wobec krajów regionu. Za rewizję prognoz inflacji w dłuższym horyzoncie projekcji odpowiada natomiast prognozowane osłabienie wewnętrznej presji cenowej związane z przełożeniem się spowolnienia gospodarczego na pogorszenie sytuacji na rynku pracy.

Główne obszary niepewności

Spowolnienie gospodarcze na świecie i w Polsce

Pomimo istotnej rewizji w dół światowych prognoz wzrostu, a także oczekiwań dotyczących tempa wzrostu w Polsce w porównaniu do poprzednich rund prognostycznych, istotnym ryzykiem obecnej projekcji pozostaje ocena głębokości globalnej dekoniunktury i skala jej przełożenia na spowolnienie w Polsce. Projekcja jest oparta na scenariuszu recesji w gospodarce światowej, która będzie stopniowo wygasać w latach 2010–2011, kiedy to dynamiki wzrostu zbliżą się do swoich długookresowych trendów. Przyjmuje się także, że gospodarka polska zostanie dotknięta kryzysem w gospodarce światowej głównie przez pogorszenie sytuacji eksporterów, wzrost obaw producentów o przyszłe perspektywy zbytu, a pracowników - o perspektywy zatrudnienia. Natomiast jej struktury, sektor bankowy czy rynek pracy, okażą się wystarczająco elastyczne, aby efekty kryzysu w Polsce nie utrzymały się dłużej niż do 2011 r., kiedy wzrost powinien ponownie przyspieszyć w ślad za ożywieniem za granicą. Zarówno przedłużenie recesji światowej, jak i mniejsza odporność gospodarki polskiej na wstrząsy zewnętrzne mogą

istotnie pogorszyć perspektywy wzrostu w latach projekcji.

Polityka fiskalna w dobie kryzysu

Istotną niepewnością obarczona jest także skuteczność polityki rządu zarówno w łagodzeniu skutków kryzysu ekonomicznego, jak i utrzymaniu stabilności sektora finansów publicznych. Dotychczasowe propozycje rządu, ujęte m.in. w "Planie stabilności i rozwoju" zmierzają w kierunku pobudzania wzrostu w okresie dekoniunktury głównie instrumentami gwarancyjnymi i poręczeniami. Pozostaje to spójne z intencją rządu utrzymania dyscypliny finansów publicznych i obniżenia ryzyka negatywnej oceny nadmiernego deficytu przez rynki finansowe. Skuteczność przedstawionych rozwiązań będzie zależała od ekonomicznej efektywności proponowanych instrumentów, szybkości zamknięcia procesu legislacyjnego w zakresie propozycji, które wymagają akceptacji ustawowej, przejrzystości opracowanych procedur oraz sprawności organizacyjnej zaangażowanych instytucji publicznych.

Przy znaczącej redukcji dochodów sektora finansów publicznych ze względu na pogorszenie sytuacji gospodarczej, najbardziej prawdopodobne działania, które może podjąć rząd w nadchodzących latach, obejmują ograniczenie bieżących wydatków na materiały i usługi oraz te inwestycje rządowe, które nie są współfinansowane ze środków europejskich, zamrożenie płac pracowników sfery budżetowej, zmiany ograniczające dostęp do niektórych świadczeń społecznych lub obniżające wysokość świadczeń, a także podwyżki podatków lub składek na ubezpieczenie społeczne, a w szczególności podwyżki podatków pośrednich oraz częściowe wycofanie się z obniżki składki rentowej. Oszczędnościowe dostosowania polityki fiskalnej stanowią ryzyko obniżenia ścieżki wzrostu gospodarczego w horyzoncie projekcji. Podczas gdy ograniczenie wydatków bieżących na materiały i usługi, podobnie jak zamrożenie płac pracowników sfery budżetowej, będzie stanowić przede wszystkim negatywny impuls popytowy, którego efekty powinny wygasać w kolejnych latach, to redukcja wydatków inwestycyjnych czy podniesienie obciążeń fiskalnych mogą negatywnie wpłynąć także na średniookresowe tempo wzrostu oraz sytuację na rynku pracy. Kierunek polityki fiskalnej w nadchodzących latach pozostaje czynnikiem ryzyka także dla kształtowania się ścieżki inflacji. Cięcia bieżących wydatków sektora publicznego mogą wpłynąć na dalsze obniżenie stopy inflacji, podczas gdy podniesienie obciążeń podatkowych i parapodatkowych może zwiększyć ryzyko kształtowania się inflacji powyżej jej ścieżki w aktualnej projekcji.

Niepewnością obarczona jest także skala koniecznych zmian w polityce budżetowej. W warunkach wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, koszty finansowania długu publicznego mogą istotnie wzrosnąć. Wzrost rentowności obligacji i bonów skarbowych może stanowić dodatkowy czynnik powodujący konieczność ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych. Podobnie kontynuacja procesów prowadzących do osłabienia złotego, ze względu na istotny udział instrumentów denominowanych w walutach obcych w portfelu sektora finansów publicznych, może prowadzić do szybkiego wzrostu wyrażonej w złotych relacji bieżącej wartości długu publicznego do PKB. W konsekwencji, grozi to przekroczeniem przez relację długu publicznego do PKB progów ostrożnościowych (50%, 55% i 60%) wyznaczonych w Ustawie o finansach publicznych i Konstytucji RP. Oba scenariusze postawiłyby rząd w sytuacji konieczności zdecydowanego ograniczenia wydatków oraz intensyfikacji działań w kierunku zwiększenia dochodów w nadchodzących latach.

Ryzyka dla wykorzystania środków UE

Kryzys finansowy i spowolnienie gospodarcze mogą stanowić zagrożenie dla wykorzystania środków UE przez sektor publiczny. Pogorszenie sytuacji dochodowej jednostek samorządu terytorialnego oraz zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów przez banki mogą stanowić przeszkodę dla zapewnienia przez samorządy niezbędnego współfinansowania dla środków UE.

Przełożenie polityki monetarnej na aktywność gospodarczą

Zdecydowane działania banku centralnego w kierunku obniżenia kosztów finansowania konsumpcji, działalności produkcyjnej i inwestycyjnej powinny mieć pozytywny wpływ na aktywność gospodarczą oraz ułatwiać utrzymanie inflacji w okolicach celu inflacyjnego. W warunkach silnego spowolnienia gospodarczego i wzrostu niepewności co do perspektyw rozwoju gospodarki skala przełożenia obniżek stopy referencyjnej banku centralnego na podaż i koszty kredytów może być jednak niepełna. Słabnący popyt na produkty przedsiębiorstw, możliwość powstania zatorów płatniczych oraz pogarszająca się sytuacja na rynku pracy zwiększają ryzyko związane z udzielaniem kredytu. Wzrost ryzyka kredytowego, a także ograniczone bufory kapitałowe oraz dążenie przez banki do utrzymywania wysokiego bufora płynnościowego, prowadzi do zaostrzenia warunków udzielania kredytów, w tym podnoszenia marży kredytowych. W efekcie, obniżenie stopy referencyjnej może nie w pełni przekładać się na obniżenie oprocentowania nowo udzielanych kredytów oraz na wzrost podaży kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Kształtowanie się kursu walutowego i konkurencyjność gospodarki

Przy obecnej niepewności dotyczącej kształtowania się zarówno realnych, jak i nominalnych procesów ekonomicznych na świecie, ocena charakteru przełożenia się zmian na rynkach światowych na względną konkurencyjność produktów eksportowych polskich przedsiębiorstw, a także na atrakcyjność Polski jako kraju rentownych inwestycji jest szczególnie utrudniona. W konsekwencji, wzrosła w porównaniu do ostatnich projekcji niepewność łącząca się z przyszłym kierunkiem zmian kursu złotego, kształtowaniem się *terms of trade* czy kontrybucji eksportu netto do wzrostu.

Jednym z efektów globalnego kryzysu finansowego jest gwałtowne osłabienie kursu złotego. Trwałość i skala obserwowanej w ostatnich kwartałach przeceny złotego i odejścia złotego od wartości fundamentalnych, może wpłynąć na różną od prognozowanej intensywność presji inflacyjnej, szczególnie w bliższym horyzoncie projekcji. Jednocześnie, w warunkach głębokiego spadku popytu zagranicznego oraz spowolnienia w gospodarce krajowej, ryzykiem obarczona może być także skala przeniesienia się wahań złotego na ceny importu i eksportu oraz na ich wolumeny. Ocenia się, uwzględniając także informacje dostępne już po dacie zamknięcia napływu założeń do projekcji, że ryzyko utrzymywania się słabszego kursu złotego niż przewiduje scenariusz projekcyjny w pierwszych kwartałach 2009 r. jest stosunkowo wysokie.

Niepewność związana z procesem wejścia Polski do strefy euro

Niepewność związana z procesem wejścia Polski do strefy euro, a wcześniej wprowadzenia kursu złotego do systemu ERM II, w warunkach wysokiego ryzyka dotyczącego perspektyw wzrostu oraz niespełnienia kryteriów fiskalnych, a także przy dużej zmienności nastrojów inwestorów zagranicznych, może zmienić przebieg procesów w nominalnej sferze gospodarki, a pośrednio także w sferze realnej.

Rozwój sytuacji na rynku pracy

Dla perspektyw wzrostu, a także inflacji w najbliższych latach ważna może okazać się elastyczność polskiego rynku pracy. Spowolnieniu gospodarczemu będzie towarzyszył istotny wzrost podaży pracy uwarunkowany w dużej mierze czynnikami demograficznymi. Z zagranicy powracać będą także emigranci. Zdolności absorpcyjne gospodarki, ściśle związane ze sztywnością rynku pracy, będą więc determinować nie tylko skalę wzrostu zatrudnienia, ale także skuteczność, z jaką gospodarka polska będzie w stanie wykorzystać ten potencjał do utrzymania wysokiego tempa wzrostu. Scenariusz rozwoju sytuacji na rynku pracy jest obarczony szeregiem wielokierunkowych ryzyk związanych z polityką strukturalną rządu, oddziaływaniem na rynek pracy planowanych lub już wprowadzonych uregulowań (takich jak redukcje stawek podatkowych czy zmiany dotyczące poziomu płacy minimalnej), faktyczną skalą emigracji powrotnych, jakością zasobów pracy i dopasowaniem ich struktury do struktury popytu na pracę.

Relacja między kosztami a inflacją

Niepewnością obarczona jest także strategia cenowa przedsiębiorstw przy słabnącym popycie zarówno zagranicznym jak i krajowym. Przy znaczącym osłabieniu koniunktury przedsiębiorstwa mogą zwlekać z podwyżkami, nawet gdy koszty produkcji utrzymują się na wysokim poziomie, wykorzystując przestrzeń jaką dają im nadal stosunkowo wysokie zyski.

Omówienie danych, które napłynęły po 23 stycznia 2009 r.

Główny Urząd Statystyczny opublikował 29 stycznia br. wstępne szacunki rachunków narodowych za 2008 rok. Implikowana dynamika wzrostu za IV kw. ub.r. (przy założeniu, ze szacunki GUS za I-III kw. ub.r nie uległy zmianie) jest zbieżna z przyjętą w bieżącej projekcji, nieznacznie inna była natomiast struktura wzrostu. Najprawdopodobniej dynamiki konsumpcji i nakładów brutto na środki trwałe były w IV kw. ub.r. wyższe od oczekiwań natomiast przyrost zapasów niższy. Ocenia się, że uwzględnienie wstępnych szacunków GUS nie wpłynęłoby istotnie na wynik projekcji.

Rząd, w reakcji na perspektywy spowolnienia wzrostu i oczekiwane pogorszenie sytuacji finansów publicznych, podjął 3 lutego br. decyzję o ograniczeniu wydatków ministerstw, urzędów centralnych oraz wojewodów o łączną kwotę 10,0 mld zł. W projekcji lutowej założono oszczędności w skali 4,1 mld zł, przez co realizacja deklaracji rządowej może skutkować niższym o ok. 0,5% PKB deficytem sektora finansów publicznych w 2009 r. oraz obniżeniem ścieżki wzrostu PKB w porównaniu do wyniku w projekcji lutowej.

Podsumowanie ryzyk projekcji inflacji i PKB

Najważniejszym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższej inflacji niż zakłada projekcja jest już zrealizowana i ewentualna dalsza deprecjacja złotego związana ze spadkiem zaufania inwestorów. Ryzyko ukształtowania się ścieżki inflacji powyżej projekcji łączy się także z możliwością prowadzenia przez rząd polityki fiskalnej opierającej konsolidację sektora finansów publicznych w okresie spowolnienia gospodarczego na podnoszeniu obciążeń fiskalnych oraz niższą elastycznością polskiego rynku pracy. Na możliwość ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej wskazuje natomiast ryzyko związane z głębszą niż przyjęto w projekcji recesją w gospodarce światowej, wzrostem restrykcyjności polityki fiskalnej i niższym wykorzystaniem środków unijnych. Po uwzględnieniu omówionych czynników niepewności ocenia się, że w bliższym horyzoncie projekcji nieznacznie przeważa ryzyko ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej z projekcji, natomiast w dalszym horyzoncie, przeważa ryzyko pozostania inflacji powyżej tej ścieżki. Natomiast dla wzrostu, pozaprojekcyjne czynniki ryzyka wskazują na wyższe prawdopodobieństwo dłuższego niż przyjęto w projekcji utrzymania się spowolnienia gospodarczego w Polsce

Tabela 4.2: Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2008	2009	2010	2011
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	4,2	3,2	1,9	0,9
Ceny żywności (% r/r)	6,1	2,2	0,2	-1,3
Ceny nośników energii (% r/r)	8,4	3,4	2,4	2,1
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,3	3,6	2,4	1,5
PKB (% r/r)	4,9	1,1	2,2	3,7
Popyt krajowy (% r/r)	4,9	0,3	1,0	3,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	4,8	3,9	2,5	3,1
Spożycie zbiorowe (% r/r)	-0,3	0,7	1,7	2,9
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	8,0	-2,5	-2,1	3,0
Wkład eksportu netto (pkt. proc. r/r)	-0,2	0,7	1,2	0,3
Eksport (% r/r)	7,1	3,8	8,5	12,6
Import (% r/r)	7,0	1,9	5,5	11,6
Płace brutto (% r/r)	9,6	3,9	2,1	3,9
Liczba pracujących (% r/r)	1,0	-1,4	-0,7	-0,2
Stopa bezrobocia (%)	7,4	10,7	13,7	14,5
NAWRU (%)	11,9	12,1	13,1	14,1
Stopa aktywności zawodowej (%)	54,0	55,1	56,2	56,4
Wydajność pracy (% r/r)	3,9	2,5	3,0	3,9
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	5,5	1,3	-0,9	0,0
Produkt potencjalny (% r/r)	7,3	5,1	3,1	3,4
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	1,0	-2,4	-4,5	-4,3
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2006=1,00)	1,18	1,01	1,04	1,05
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2006=1,00)	1,96	1,16	1,28	1,37
Poziom cen za granicą (% r/r)	2,6	1,2	1,3	2,0
PKB za granicą (% r/r)	0,9	-2,3	0,4	1,8
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-3,5	-3,5	-3,2	-2,2
WIBOR 3M (%)	6,32	4,78	4,45	4,45

Źródło: NBP.
Dane dotyczące liczby pracujących, wydajności pracy i jednostkowych kosztów pracy to szacunki własne IE NBP na podstawie danych BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o prognozy MFW dotyczące kształtowania się cen pszenicy, wieprzowiny, wołowiny, drobiu, ryb, cukru, oliwy, pomarańczy oraz bananów z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

Załącznik

Wyniki głosowania członków Rady Polityki Pieniężnej nad wnioskami i uchwałami podjętymi od września do grudnia 2008 r.

- **Data:** 24 września 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Uchwała w sprawie ustalenia *Założeń polityki pieniężnej na rok 2009*.

  Wyniki głosowania członków RPP:

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

  M. Pietrewicz był nieobecny na głosowaniu.

- **Data:** 24 września 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Wniosek o podwyższenie wysokości stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

  Decyzja RPP:
  Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że wniosek nie został przyjęty.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 13 października 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie ustalenia *Założeń polityki pieniężnej na rok 2008*.

  Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 13 października 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Uchwała w sprawie zasad stosowania przez Narodowy Bank Polski transakcji walutowych typu swap.

  Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 26 listopada 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

  Decyzja RPP:
  Wniosek nie uzyskał większości głosów.

  Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 26 listopada 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

  Decyzja RPP:
  Obniżono wysokość stóp procentowych o 0,25 pkt. proc.

  Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 16 grudnia 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Uchwała w sprawie zatwierdzenia *Planu Finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2009*.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 16 grudnia 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Uchwała w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych.

  Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 16 grudnia 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz zysków i strat Narodowego Banku Polskiego.

  Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 16 grudnia 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Uchwała zmieniająca uchwałę w sprawie ustalenia *Założeń polityki pieniężnej na rok 2009.*

  Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 23 grudnia 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Uchwała w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

  Decyzja RPP:
  Głos Przewodniczącego RPP S. Skrzypka rozstrzygnął, że obniżono wysokość stóp procentowych o 0,75 pkt. proc.

  Wyniki głosowania członków RPP:

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

- **Data:** 23 grudnia 2008 r.

  Przedmiot wniosku lub uchwały:
  Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych o 0,50 pkt. proc.

  Decyzja RPP:
  Przyjęto wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,75 pkt. proc., w związku z czym wniosek o obniżenie stóp procentowych o 0,50 pkt. proc. nie był przedmiotem głosowania.

Data: 23 grudnia 2008 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:
Uchwała w sprawie zasad prowadzenia operacji otwartego rynku.

Wyniki głosowania członków RPP:

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