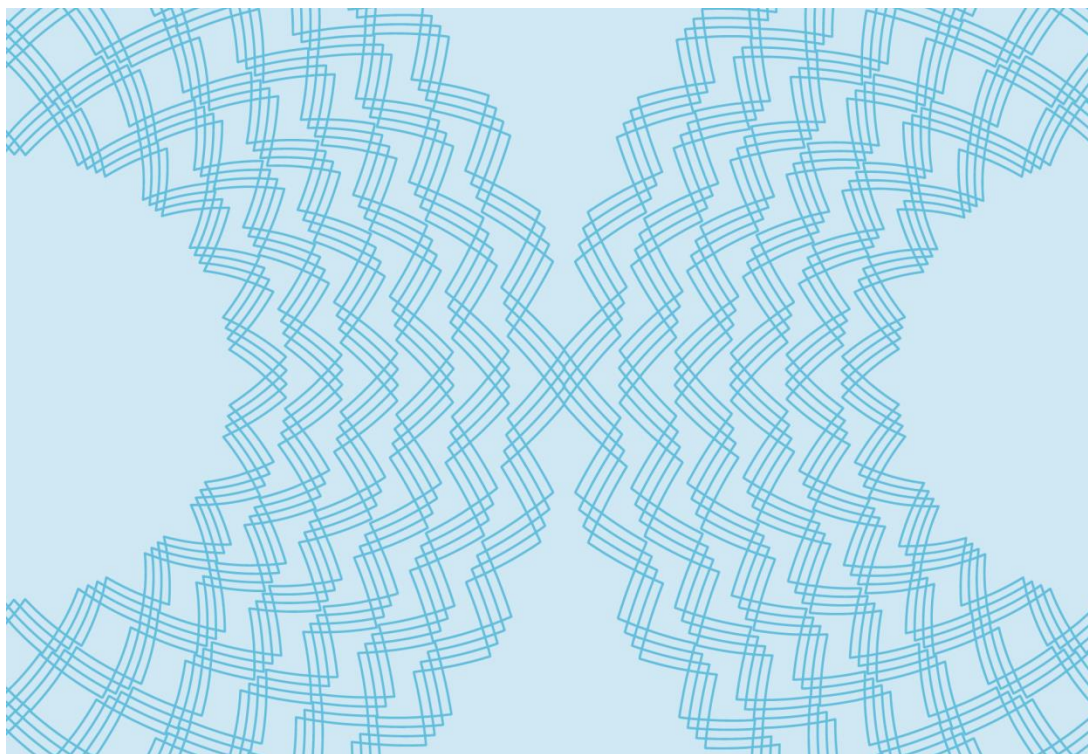


NBP

Narodowy Bank Polski

NR 03/14 (Marzec 2014)

Koniunktura Międzynarodowa



Instytut Ekonomiczny NBP
Warszawa, (Marzec 2014)

NR 03/14 (Marzec 2014)

Koniunktura Międzynarodowa

Autorzy:

Paweł Borys
Marcin Grela
Marcin Hołda
Marcin Humanicki
Tomasz Michałek
Wojciech Mroczek
Leszek Skiba
Paweł Skrzypczyński
Kamil Wierus

Redakcja:

Anna Kosior
Michał Rubaszek
Ewa Rzesutek
Jakub Mućk

Koniunktura Międzynarodowa jest biuletynem publikowanym przez Instytut Ekonomiczny Narodowego Banku Polskiego trzy razy w roku. Materiał ten przedstawia bieżącą i oczekiwaną sytuację ekonomiczną w głównych gospodarkach rozwiniętych i najważniejszych gospodarkach wschodzących na świecie, jak również na globalnych rynkach surowcowych i finansowych. Materiał zawiera również ramki tematyczne poświęcone wybranym zagadnieniom gospodarczym.

Marcowe wydanie biuletynu zostało opracowane na podstawie danych dostępnych do dnia 14 lutego 2014 r. włącznie.

Spis treści

Synteza	4
Stany Zjednoczone	5
Strefa Euro	13
Niemcy	24
Wielka Brytania	34
Japonia	44
Chiny	52
Możliwe skutki kryzysu finansowego w Chinach dla gospodarki światowej	57
Brazylia	62
Rosja	67
Indie	71
Europa Środkowo-Wschodnia	77
Rynki surowcowe	85
Stopy procentowe	91
Kursy walutowe	94

Synteza

W ostatnich miesiącach umocniły się oznaki ożywienia popytu w wiodących gospodarkach rozwiniętych. Dotyczy to w pierwszym rzędzie Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Japonii. Słabsze tempo ożywienia charakteryzuje natomiast gospodarki strefy euro. Jednak dane napływające od drugiej połowy ubiegłego roku z tego regionu wskazują na powolną poprawę wskaźników wzrostu gospodarczego. IV kw. 2013 r. był trzecim z kolei, w którym zanotowano dodatnią dynamikę PKB. Pozytywnym sygnałem odnośnie do trwałości ożywienia jest to, że obejmuje ono coraz więcej krajów. Korzystnie w tym kierunku działa także umacniający się popyt gospodarki niemieckiej. Potwierdzają to poprawiające się uwarunkowania dla niemieckich inwestycji, a także utrzymujące się tu na wysokim poziomie nastroje konsumentów. Wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro w coraz mniejszym stopniu ograniczają takie czynniki, jak zacieśnienie polityki fiskalnej oraz dostosowania na rynku nieruchomości i pracy.

Ożywienie aktywności w strefie euro postępuje w warunkach silniejszego od oczekiwań spadku inflacji, która w styczniu 2014 r. wyniosła 0,7% r/t, pozostając wyraźnie poniżej poziomu spójnego z definicją stabilności cen EBC. U podstaw spadkowego trendu inflacji leżą głównie niższe ceny surowców na rynkach światowych, czemu od połowy 2013 r. towarzyszy aprecjacja euro w stosunku do dolara. W warunkach niskiej presji popytowej i płacowej, hamowanej przez wysoki poziom bezrobocia, od października 2012 r. utrzymuje się jednak także trend spadkowy inflacji bazowej.

Prognozy dotyczące strefy euro na rok bieżący i przyszły przewidują kontynuację powolnego ożywienia przy zachowaniu niskiej inflacji. Utrwalenie ożywienia ma wynikać z dalszej poprawy nastrojów, silniejszego wzrostu popytu zewnętrznego, pozytywnych efektów reform strukturalnych oraz wzrostu dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych w związku z poprawą sytuacji na rynku pracy i spadkiem inflacji. Najważniejszymi czynnikami ryzyka dla wzrostu strefy euro są: nadmierna aprecjacja euro, brak działań na rzecz poprawy konkurencyjności we Włoszech i Francji oraz ewentualny powrót napięć na rynkach finansowych po publikacji wyników przeglądu jakości aktywów, związanego z przejęciem przez EBC funkcji nadzorca względem banków ze strefy euro.

Rozwijające się ożywienie w grupie gospodarek rozwiniętych jest korzystne dla perspektyw wzrostu głównych krajów rozwijających się, tym bardziej, że od ubiegłego roku słabnie popyt wewnętrzny w tych gospodarkach. Oczekuje się, że poprawa koniunktury zewnętrznej będzie w bieżącym roku wspierać wzrost Chin, podczas gdy ryzyka dla tzw. scenariusza twardego lądowania tkwią raczej wewnątrz tej gospodarki, zwłaszcza w równoległym systemie bankowym, który uległ gwałtownemu rozrostowi w ostatnich latach. Nasilenie się problemów w tym sektorze mogłoby poważnie zagrozić stabilności finansowej Chin i istotnie obniżyć dynamikę PKB w tym kraju. Głębsze spowolnienie w Chinach miałoby negatywny wpływ na gospodarkę globalną, a przede wszystkim na gospodarkę wschodzącą. Potwierdzeniem tego jest wyraźne osłabienie koniunktury w surowcowych gospodarkach wschodzących (np. Brazylia, Rosja) w ubiegłym roku jako efekt m.in. obniżenia dynamiki popytu na surowce ze strony Chin.

Stany Zjednoczone

- **Po silnym wzroście w III kw. ub. r., w IV kw. ub. r. dynamika PKB spowolniła**
- **Nadzwyczaj niekorzystne warunki pogodowe prawdopodobnie istotnie wpłynęły na szereg słabszych odczytów danych za grudzień ub. r. i styczeń br.**
- **Dalszy spadek stopy bezrobocia przy słabych danych o zatrudnieniu**
- **Utrzymują się dobre nastroje konsumentów**
- **Pogorszenie sentymentu w sektorze przetwórczym i słabe dane o produkcji przemysłowej w styczniu br.**
- **Mieszane dane z rynku nieruchomości**
- **Umiarkowana presja inflacyjna**
- **Konsensus w kierunku wyższych prognoz wzrostu i niższej inflacji na 2014 r.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Zgodnie z pierwszym szacunkiem Biura Analiz Ekonomicznych (BEA) wzrost PKB w IV kw. ub. r. spowolnił, co było związane głównie ze spadkiem dodatniego wkładu zmiany stanu zapasów oraz ujemnym wkładem spożycia zbiorowego. W ostatnich miesiącach ukazał się szereg słabszych danych, na które istotny wpływ mogły wywrzeć nadzwyczaj niekorzystne warunki pogodowe. W szczególności, opublikowano słabe dane dotyczące: sprzedaży detalicznej, liczby nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym, produkcji przemysłowej i nastrojów przedsiębiorstw w sektorze przetwórczym (ISM). Jednocześnie jednak nastroje amerykańskich konsumentów pozostawały dobre, stopa bezrobocia obniżyła się, a w przypadku danych o zatrudnieniu odnotowano solidny przyrost nowych miejsc pracy we wrażliwych na zmiany cyklu koniunkturalnego sektorach: przetwórczym i budowlanym. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że na słabsze styczniowe dane o sprzedaży detalicznej, oprócz złej pogody, mogło wywrzeć wpływ wygaśnięcie z końcem ub. r. przedłużonych zasiłków dla bezrobotnych, co obniża dochody do dyspozycji części amerykańskich gospodarstw domowych. Z kolei w przypadku słabych

danych o produkcji przemysłowej, dodatkowym czynnikiem obniżającym wielkość produkcji mógł być silny wzrost zapasów w III kw. ub. r. Niekorzystne warunki pogodowe mogły również przełożyć się na dane z rynku nieruchomości (zwłaszcza na nastroje wśród firm budowlanych i sprzedaż nowych domów), które w ostatnim okresie były dość mieszane.

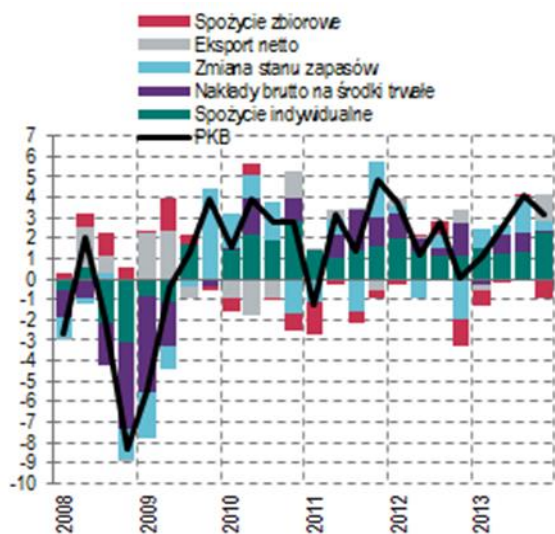
Biorąc pod uwagę dostępne informacje, a w szczególności czynniki pogodowe, można się spodziewać przejściowego osłabienia dynamiki PKB w I kw. br. Perspektywy wzrostu gospodarczego na cały rok 2014 pozostają jednak pozytywne i oczekuje się, że w br. dynamika PKB będzie istotnie wyższa niż roku ubiegłym.

Wzrost gospodarczy

Zgodnie z pierwszym szacunkiem Biura Analiz Ekonomicznych (BEA), wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych spowolnił w IV kw. ub. r. do 3,2% kw/kw saar (z 4,1% kw/kw saar w III kw. ub. r.). Obniżenie dynamiki PKB wynikało przede wszystkim ze spadku dodatniego wkładu zmiany stanu zapasów (por. Wykres 1), a także ujemnego wkładu spożycia publicznego i spadku dodatniego wkładu inwestycji przedsiębiorstw. Jednocześnie w IV kw. ub. r. istotnie wzrósł dodatni wkład spożycia prywatnego oraz eksportu netto.

Wydatki konsumpcyjne

Spożycie amerykańskich gospodarstw domowych było silne w IV kw. ub. r. W październiku i listopadzie wartość wydatków konsumpcyjnych wzrosła odpowiednio o 0,1% m/m sa i 0,6% m/m sa (zarówno nominalnie, jak i realnie), natomiast w grudniu ub. r. nominalna dynamika tych wydatków wyniosła 0,4% m/m, a realna, 0,2% m/m. W ujęciu rocznym dynamika nominalnych wydatków konsumpcyjnych wzrosła z 2,9% w październiku do 3,6% w grudniu (por. Wykres 2).

Wykres 1. Dekompozycja kwartalnych zmian PKB w USA

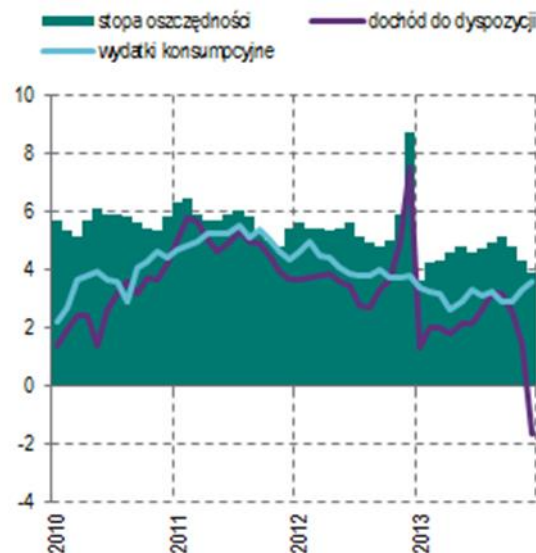
Źródło: BEA

Jednocześnie w IV kw. ub. r. wyraźnie osłabiła dynamika dochodów do dyspozycji. W ujęciu m/m zannualizowane i odsezonowane nominalne i realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych obniżyły się w październiku o 0,2%, a w listopadzie wzrosły jedynie o 0,1%. W grudniu ub. r. nominalne dochody do dyspozycji nie zmieniły się, natomiast realne spadły o 0,2% m/m.

W rezultacie szybszego tempa wzrostu wydatków konsumpcyjnych niż wzrostu dochodów do dyspozycji, w IV kw. ub. r. stopa oszczędności amerykańskich gospodarstw obniżyła się (por. Wykres 2), kształtując się na poziomie 3,9% w grudniu ub. r. wobec lokalnego szczytu na poziomie 5,1% we wrześniu ub. r.

Po dobrych jesiennych danych, w grudniu ub. r. i styczniu br. ukazały się słabe dane o sprzedaży detalicznej. W grudniu ub. r. sprzedaż detaliczna ogółem spadła o 0,1% m/m sa, a w styczniu br. – o 0,4% m/m sa. W ujęciu r/r dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się z 4,0% sa w październiku-listopadzie ub. r. do 3,6% sa w grudniu ub. r. i 2,6% sa w styczniu br. „Bazowa” sprzedaż detaliczna (tj. po wyłączeniu samochodów, paliw i materiałów budowlanych), która jest bezpośrednio ujmowana w szacunkach PKB spadła w stycz-

niu br. o 0,3% m/m sa wobec wzrostu o 0,1% m/m sa w grudniu ub. r. Na słabe styczniowe dane o sprzedaży detalicznej najprawdopodobniej wpływ wywarły ekstremalnie niekorzystne warunki pogodowe w tym miesiącu w wielu regionach kraju. Do takiego wniosku skłania fakt, że spadki sprzedaży detalicznej odnotowano w większości kategorii, natomiast wśród czterech kategorii, w których odnotowano wzrost, trzy mogły odzwierciedlać wzrost zakupów związanych z mroźnymi warunkami pogodowymi. Wspomniane trzy kategorie to: materiały budowlane i ogrodowe (+1,4%), żywność i napoje (+0,2%) oraz stacje benzynowe (+1,1%). W styczniu br. odnotowano również wzrost sprzedaży w sklepach ze sprzętem elektronicznym, ale nastąpił on po silnym (o 4,4%) spadku w grudniu ub. r. Można również podejrzewać, że oprócz złej pogody, na osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej mogło wywrzeć wpływ obniżenie dochodów do dyspozycji części amerykańskich gospodarstw domowych wraz z wygaśnięciem przedłużonych zasiłków dla bezrobotnych.

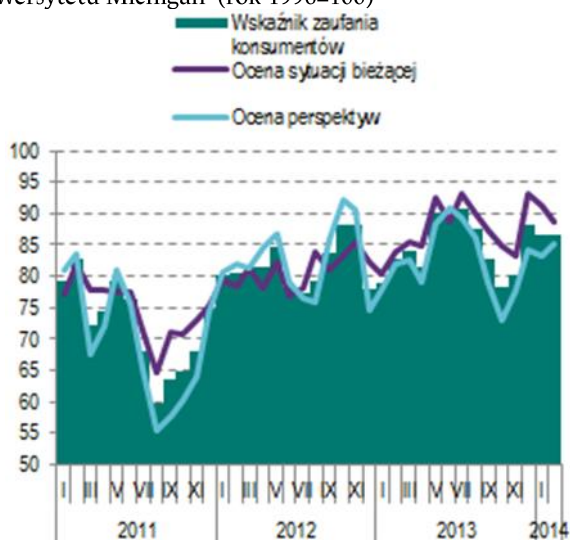
Wykres 2. Zmiany (% r/r) zannualizowanej i odsezonowanej wartości wydatków konsumpcyjnych i dochodów do dyspozycji oraz stopa oszczędności (%)

Źródło: BEA

Nastroje konsumentów pozostają raczej optymistyczne. Zgodnie ze wstępnym odczytem, w lutym br. wskaźnik University of Michigan utrzymał się na poziomie ze stycznia (81,2 punktu), niewiele niższym od

lokalnego szczytu w grudniu ub. r. (82,5 punktu). W lutym br. nastąpiło pewne pogorszenie ocen sytuacji bieżącej (spadek odpowiedniej składowej do 94,0 punktu z 96,8 punktu w styczniu br.), natomiast oceny perspektyw poprawiły się (wzrost odpowiedniego subindeksu do 73,0 punktu z poziomu 71,3 w styczniu br.; Wykres 3).

Wykres 3. Wskaźnik zaufania konsumentów wg Uniwersytetu Michigan (rok 1996=100)



Źródło: Reuters Ecowin

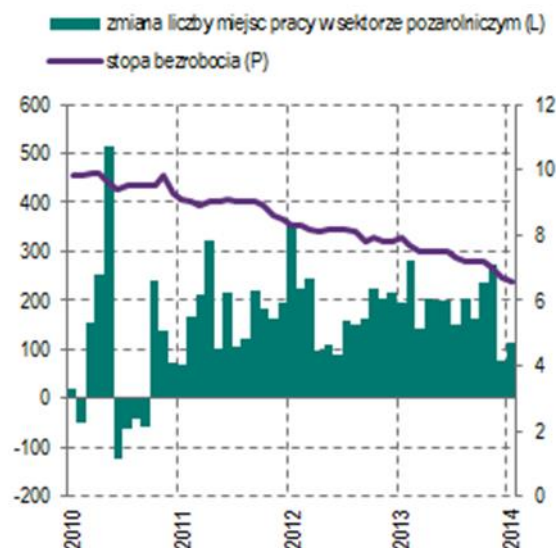
Rynek pracy

Po dobrych danych za październik i listopad ub. r. (przeciętny miesięczny wzrost zatrudnienia o 256 tys. osób), w grudniu ub. r. i styczniu br. ukazały się słabsze dane o zatrudnieniu. W grudniu ub. r. zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło jedynie o 75 tys. osób, natomiast w styczniu br. – o 113 tys.

Słabsze w porównaniu z poprzednimi miesiącami grudniowo-styczniowe dane również mogły mieć związek z niekorzystnymi warunkami pogodowymi w Stanach Zjednoczonych w tym okresie. Styczniowy wzrost nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym wynikał wyłącznie ze wzrostu zatrudnienia w sektorze prywatnym (o 142 tys. osób), natomiast zatrudnienie w sektorze rządowym obniżyło się (o 29 tys. osób). W styczniu br. stosunkowo słaby wzrost zatrudnienia odnotowano w sektorze usług prywatnych (o 66

tys. osób), natomiast w sektorze prywatnym produkującym dobra wzrost zatrudnienia był silny (o 76 tys. osób). W styczniu br., szósty miesiąc z rzędu odnotowano wzrost zatrudnienia w sektorze przetwórstwa przemysłowego (o 21 tys. osób), wzrosło także zatrudnienie w sektorze wydobywczym oraz w budownictwie (aż o 48 tys. osób). Dobre dane dot. wzrostu zatrudnienia we wrażliwym na zmiany cyklu koniunkturalnego sektorze produkującym dobra sugerują, że słabsze grudniowo-styczniowe dane nie świadczą raczej o trwałszym spowolnieniu w przyroście zatrudnienia. Gorsze dane o zatrudnieniu w prywatnym sektorze usług (głównie w handlu detalicznym, opiece zdrowotnej i szkolnictwie) oraz w administracji publicznej prawdopodobnie są zjawiskiem przejściowym.

Wykres 4. Zmiana liczby miejsc pracy w sektorze pozarolniczym i stopa bezrobocia



Źródło: BLS

W styczniu br. ponownie obniżyła się (do 6,6% z 6,7% w grudniu ub. r.) stopa bezrobocia. Jednocześnie spadkowi stopy bezrobocia towarzyszył wzrost o 0,2 pkt. proc. współczynnika aktywności zawodowej (do 63,0%) i wskaźnika zatrudnienia (do 58,8%), który jednak nadal znajduje się wyraźnie poniżej poziomu sprzed kryzysu, a w ciągu ostatniego roku oscylował w przedziale 58,5-58,7%. Udział w ogólnej liczbie bezrobotnych osób pozostających bez pracy długoterminowo, tj. co najmniej 27 tygodni, spadł w styczniu br. do

35,8% z 37,7% w grudniu ub. r. i był o 2,1 pkt proc. niższy niż w styczniu 2013 r.

Rynek nieruchomości

W ostatnim okresie ukazały się dość mieszane dane z rynku nieruchomości. Wprawdzie wzrosła liczba rozpoczętych nowych budów, a w mniejszym stopniu również wydanych pozwoleń na budowę nowych domów (choć jedynie w październiku ub. r., gdyż w listopadzie-grudniu odnotowano spadki), jednak silnie pogorszyły się nastroje firm budujących nowe domy. Po wyraźnym wzroście w październiku ub. r., w listopadzie-grudniu ub. r. obniżyła się liczba sprzedanych nowych domów. W ostatnich miesiącach można było również zauważyć osłabienie sprzedaży domów na rynku wtórnym.

Według danych Departamentu Handlu zannualizowana (sa) liczba sprzedanych nowych domów jednorodzinnych była ostatnio dość zmienna. Po silnym wzroście w październiku ub. r., w kolejnych dwóch miesiącach liczba sprzedanych nowych domów obniżyła się (por. Wykres 5).

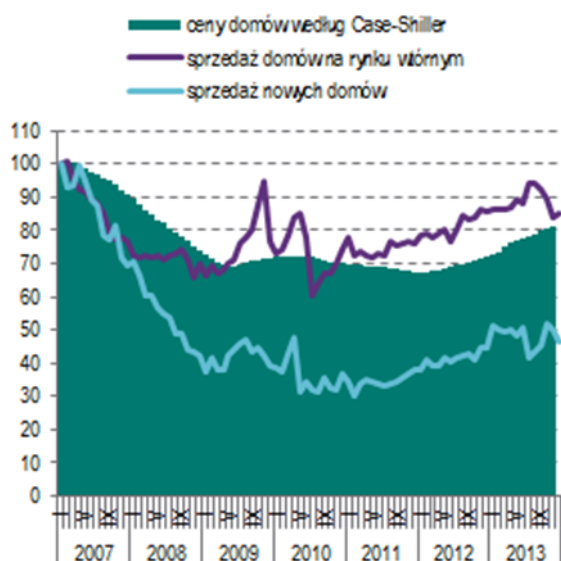
Niezwykłe surowe warunki pogodowe przyczyniły się w lutym br. do silnego pogorszenia uprzednio dobrych i stabilnych nastrojów firm budujących domy jednorodzinne. Po kilkumiesięcznym okresie oscylowania w przedziale 54-58 punktów, w lutym br. indeks rynku domów National Association of Home Builders (NAHB/Wells Fargo) spadł do poziomu 46 punktów (z 56 punktów w styczniu br.). Luty br. był pierwszym od maja ub. r. miesiącem, w którym większość firm budujących domy postrzegala warunki na rynku domów jako „niekorzystne” (co odzwierciedla wartość indeksu poniżej poziomu 50 punktów). Silny lutowy spadek indeksu wynikał ze spadku wszystkich trzech jego składowych: najsilniej obniżyła się wartość subindeksu mierzącego bieżące warunki sprzedaży (spadek o 11 punktów do poziomu 51 punktów), następnie wartość subindeksu mierzącego ruch potencjalnych klientów (o 9 punktów do poziomu 31 punktów) oraz subindeksu mierzącego oczekiwania co do

przyszłej sprzedaży (spadek o 6 punktów do poziomu 54 punktów).

Po pewnym wyhamowaniu w II i III kw. ub. r., w IV kw. ub. r. kontynuowany był trend wzrostowy liczby rozpoczętych nowych budów. Po bardzo silnym listopadowym wzroście (o 23,1%), w grudniu ub. r. zannualizowana liczba wydawanych pozwoleń na budowę domów po uwzględnieniu czynników sezonowych jednak obniżyła się (o 9,8%), na co wpływ mogła mieć jednak nadzwyczaj zimna grudniowa pogoda. Pomimo tego spadku, przeciętna miesięczna zannualizowana liczba nowo rozpoczętych budów w listopadzie-grudniu ub. r. była jednak wyższa o 18,8% niż miesięczna średnia w okresie lipiec-październik 2013 r. Dane dotyczące liczby wydanych pozwoleń na budowę nowych domów były ostatnio jednak mniej optymistyczne. Chociaż w całym IV kw. 2013 r. zannualizowana liczba wydanych pozwoleń po usunięciu czynników sezonowych wzrosła o 4,9%, wzrost ten miał miejsce wyłącznie w październiku, gdyż w listopadzie i grudniu liczba wydanych pozwoleń obniżyła się (o odpowiednio 2,1% i 3,0%).

Na rynku wtórnym pod koniec 2013 r. wyhamował trend wzrostowy liczby sprzedanych domów, choć w całym ubiegłym roku sprzedano najwięcej domów od siedmiu lat. Po osiągnięciu w sierpniu ub. r. najwyższego miesięcznego poziomu od prawie czterech lat, we wrześniu-listopadzie ub. r. zannualizowana liczba domów sprzedanych na rynku wtórnym po usunięciu czynników sezonowych silnie obniżyła się (spadając w listopadzie ub. r. do najniższego poziomu od grudnia 2012 r., por. wykres 5), po czym w grudniu ub. r. nieznacznie wzrosła (o 1,0% m/m). Jednocześnie była ona niższa o 0,6% niż w grudniu 2012 r. (w grudniu ub. r. ujemną dynamikę r/r odnotowano drugi miesiąc z rzędu).

Na spadek liczby sprzedanych domów w ostatnim okresie wpłynęło podwyższone oprocentowanie kredytów hipotecznych, ograniczona podaż kredytu, rosnące ceny domów, a także zmniejszone zapasy domów wystawionych na sprzedaż.

Wykres 5. Sprzedaż domów i zmiany ich cen (styczeń 2007 =100)

Źródło: Reuters Ecwin

Po osiągnięciu we wrześniu ub. r. poziomu 4,46%, tj. najwyższego od lipca 2011 r., przeciętne oprocentowanie 30-letniego kredytu hipotecznego o stałej stopie procentowej spadło w październiku do 4,19%, jednak w kolejnych dwóch miesiącach wzrosło ponownie, osiągając 4,46% w grudniu ub. r. Dla porównania, w grudniu 2012 r. wyniosło ono 3,35%. Jednocześnie nadal obserwowane są wzrosty cen domów na rynku wtórnym, choć pojawiają się sygnały słabnięcia dynamiki tych wzrostów. W grudniu 2013 r., drugi kolejny miesiąc mediana ogólnokrajowych cen wszystkich rodzajów nieruchomości mieszkaniowych na rynku wtórnym, obliczana przez Krajowe Stowarzyszenie Pośredników na Rynku Nieruchomości (National Association of Realtors, NAR) wzrosła w tempie jednocyfrowym (9,8% r/r). W listopadzie ub. r. indeks Case-Shiller cen domów jednorodzinnych w 20 głównych okręgach metropolitalnych wzrósł dwudziesty drugi raz z rzędu (por. Wykres 5).

Produkcja przemysłowa

W styczniu br. ukazały się słabsze dane o produkcji przemysłowej. Po wzroście w grudniu 2013 r. o 0,3% m/m sa, w styczniu br. produkcja przemysłowa ogółem spadła dokładnie o tę wartość. W ujęciu r/r dynamika

produkcji przemysłowej obniżyła się w styczniu br. do 2,9% sa (z 3,3% sa w grudniu ub. r.). Styczniowy spadek produkcji przemysłowej ogółem wynikał ze spadku produkcji w sektorze przetwórczym o 0,8% m/m, co częściowo związane było z niekorzystnymi warunkami pogodowymi w niektórych regionach kraju, a częściowo mogło także wynikać z silnego wzrostu zapasów w III kw. ub. r. Dynamika r/r produkcji w przetwórstwie przemysłowym obniżyła się w styczniu br. do 1,3% z 2,0% w grudniu ub. r. Jednocześnie nadzwyczaj niskie temperatury zwiększyły popyt na usługi grzewcze, w związku z czym w styczniu br. produkcja przedsiębiorstw użyteczności publicznej wzrosła o 4,1% m/m sa. Produkcja w sektorze wydobywczym obniżyła się w styczniu o 0,9% m/m sa po wzroście o 1,8% m/m sa w grudniu.

Styczniowy spadek produkcji w przetwórstwie przemysłowym był wynikiem spadku produkcji dóbr zarówno trwałego, jak i nietrwałego użytku (w obu przypadkach o 0,8% m/m sa). W styczniu br. po raz pierwszy od sześciu miesięcy obniżyła się produkcja dóbr konsumpcyjnych (o 0,5% m/m sa), natomiast produkcja sprzętu biznesowego spadła o 0,1% m/m sa.

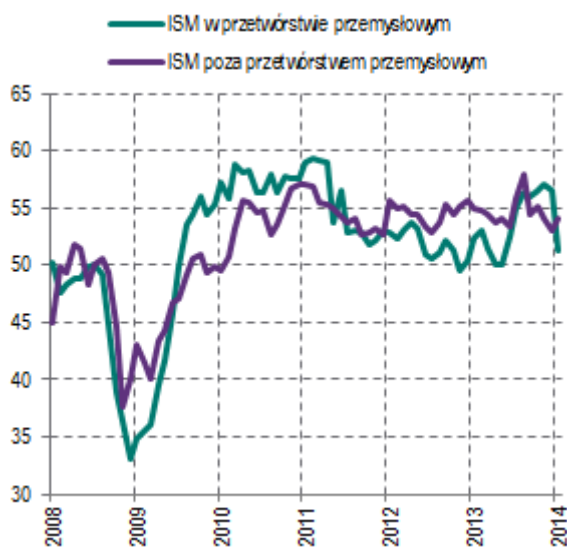
Styczniowe obniżenie produkcji przemysłowej ogółem przyczynił się do spadku stopnia wykorzystania zdolności wytwórczych o 0,4 pkt. proc. – do 78,5%, to jest do poziomu wyższego o 1,9 pkt. proc. od zanotowanego w styczniu 2013 r. i niższego o 1,6 pkt. proc. od średniej z lat 1972-2013.

Koniunktura przedsiębiorstw

W styczniu br. nastroje przedsiębiorstw sektora przetwórczego silnie się pogorszyły. Wskaźnik ISM-PMI spadł z poziomu 56,5 punktu w grudniu ub. r. do 51,3 punktu w styczniu br. (por. Wykres 6) Styczniowy spadek wskaźnika odzwierciedlał przede wszystkim bardzo silny spadek subindeksu nowych zamówień oraz silny spadek subindeksu produkcji. Mniejszą skalę spadku odnotowano w przypadku subindeksu zatrudnienia i zapasów.

Zgodnie z danymi Departamentu Handlu, w grudniu ub. r. zamówienia dóbr trwałego użytku w amerykańskim przemyśle spadły o 4,3% m/m sa po wzroście w listopadzie o 2,6% m/m sa. Nowe zamówienia niewojсковych dóbr kapitałowych po wykluczeniu samolotów, które mogą zwiastować poziom przyszłej aktywności inwestycyjnej, spadły w grudniu ub. r. o 1,3% m/m sa po wzroście o 2,6% m/m sa w listopadzie.

Wykres 6. Wskaźnik ISM-PMI dla przetwórstwa przemysłowego i pozostałych sektorów (%)



Źródło: ISM

W sektorze „non-manufacturing” utrzymuje się relatywnie dobra koniunktura. W styczniu br. indeks ISM wzrósł do 54,0 punktu z 53,0 punktu w grudniu ub. r. (por. Wykres 6). Styczniowy wzrost wskaźnika wynikał m. in. ze wzrostu subindeksu aktywności biznesowej/produkcji, a także nowych zamówień krajowych i zatrudnienia. W swoich komentarzach respondenci wskazywali na poprawę koniunktury w sektorze, a część z nich podkreślała wpływ niekorzystnych warunków pogodowych na ich działalność.

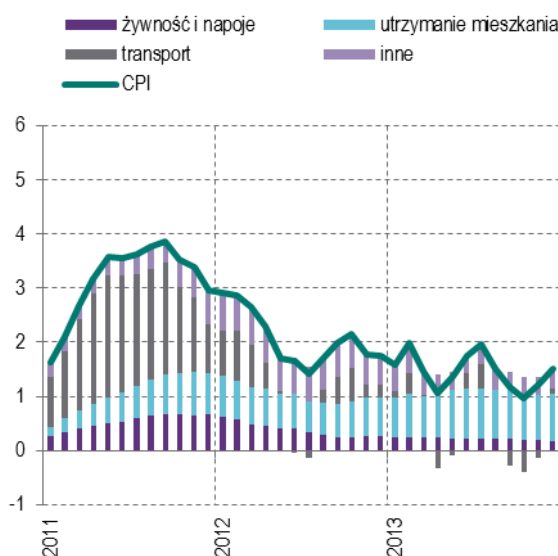
Inflacja

Inflacja konsumencka nadal utrzymuje się na umiarkowanym poziomie – w grudniu ub. r. wzrosła do 1,5% r/r z 1,2% r/r w listopadzie. Wzrost ten wyni-

kał głównie z dodatniego wkładu kategorii „transport” (w związku z wyższymi cenami paliw), która w poprzednich trzech miesiącach miała ujemny wkład (por. Wykres 7). W grudniu 2013 r. wzrósł również dodatni wkład kategorii „utrzymanie mieszkania”, natomiast dodatni wkład „żywności” nieznacznie się obniżył. W ujęciu m/m po odsezonowaniu ceny konsumenta wzrosły o 0,3%. Inflacja bazowa pozostaje stabilna – w grudniu ub. r. czwarty miesiąc z rzędu wyniosła 1,7% i od marca 2013 r. utrzymuje się na poziomie poniżej 2,0%.

Wyższe ceny energii, w tym paliw przyczyniły się również do wzrostu inflacji cen producenta w grudniu ub. r. do 1,2% r/r z poziomu 0,7% r/r w listopadzie. W ujęciu miesięcznym po odsezonowaniu indeks PPI wzrósł o 0,4%.

Wykres 7. Inflacja CPI i jej ważniejsze komponenty (% r/r)



Źródło: BLS

Zgodnie z ankietą University of Michigan, w lutym br. oczekiwania inflacyjne w perspektywie jednego roku wzrosły do 3,3% z 3,1% w styczniu. Oczekiwania inflacyjne w perspektywie pięciu lat utrzymały się na styczniowym poziomie 2,9%.

Prognozy

W ostatnich kilku miesiącach prognozy rynkowe dotyczące wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w 2014 r. uległy podwyższeniu. W lutym br. analitycy rynkowi (ankieta Bloomberg) oczekiwali wzrostu PKB w 2014 r. na poziomie 2,9% (wobec październikowych oczekiwań w wysokości 2,6%).

Jednocześnie w ostatnich kilku miesiącach obniżono prognozy inflacji w bieżącym roku. Według analityków rynkowych inflacja w 2014 roku wyniesie 1,6% (wobec październikowych oczekiwań w wysokości 1,8%).

W 2014 r. oczekuje się przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych wraz z zanikaniem efektu wprowadzonych w 2013 r. podwyżek podatków i cięć wydatków publicznych. Podniesienie limitu zadłużenia do marca 2015 r., a także osiągnięte w grudniu ub. r. ponadpartyjne porozumienie budżetowe zmniejszają niepewność dot. sytuacji fiskalnej państwa, która mogłaby negatywnie oddziaływać na perspektywę wzrostu PKB. Wzrost gospodarczy w bieżącym roku będzie wspierać stopniowo poprawiająca się sytuacja na rynku pracy oraz dostępność kredytu, a także odnotowane w ciągu ostatniego roku wzrosty cen akcji amerykańskich oraz cen domów (poprzez efekt majątkowy). Istotnym wsparciem dla produkcji przemysłowej zarówno w bieżącym roku, jak i w kolejnych latach powinien być wzrost produkcji energii (zwłaszcza ze złóż łupkowych).

Wśród głównych czynników ryzyka dla wzrostu PKB w 2014 r. należy wymienić siłę i trwałość ożywienia globalnego, w tym w gospodarkach wschodzących oraz możliwy wpływ dalszej redukcji skali zakupów aktywów przez Fed (QE tapering) na wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, który mógłby wywrzeć negatywny wpływ na rynek nieruchomości.

Tabela 1 Prognozy makroekonomiczne dla Stanów Zjednoczonych

	2013	2014	2015	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
realny PKB, % r/r								
MFW (sty-14)	1,9*	2,8	3,0	2,5	-	-	-	2,8
OECD (lis-13)	1,9*	2,9	3,4	2,1	3,0†	3,1†	3,3†	3,3†
Bloomberg (lut-14)	1,9*	2,9	3,0	2,7†	2,2†	2,7†	3,0†	3,0†
CIP, %, r/r								
MFW (sty-14)	1,5*	-	-	-	-	-	-	-
OECD (lis-13)	1,5*	1,8	1,9	-	-	-	-	-
Bloomberg (lut-14)	1,5*	1,6	2,0	1,2*	1,4	1,7	1,7	2,0

* dane rzeczywiste

† kw/kw SAAR

Strefa Euro

- **Dynamika PKB strefy euro wzrosła z 0,1% do 0,3% kw/kw w IV kw. 2013 r., tj. silniej od oczekiwań (0,2% kw/kw).**
- **Wzrost PKB nastąpił we wszystkich głównych gospodarkach strefy euro.**
- **Niski wzrost produkcji przemysłowej i spadek produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w IV kw. ub.r.**
- **Sygnaly stabilizacji sytuacji na rynku pracy: brak zmian zatrudnienia w III kw. ub.r.; stopa bezrobocia od października ub.r. na poziomie 12,0%.**
- **Kontynuacja trendu wzrostowego wskaźnika PMI Composite (w styczniu br. wzrósł on do 52,9). Subkomponenty PMI dla sektora usług i przetwórstwa przemysłowego na poziomach sygnalizujących ekspansję.**
- **Dalsza poprawa nastrojów konsumentów w styczniu 2014 r.**
- **Niska presja inflacyjna odzwierciedlona w spadkowej tendencji inflacji HICP (0,7% w styczniu br.) i inflacji bazowej (0,9% r/r w grudniu ub.r.)**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Kontynuowane jest ożywienie w strefie euro, zapoczątkowane w II kw. ub.r., choć pozostaje ono słabe. W IV kw. ub.r. dynamika PKB wzrosła z 0,1% do 0,3% kw/kw, tj. silniej niż oczekiwano (0,2% kw/kw). Dane z Francji, Niemiec i Hiszpanii wskazują, że dodatni wkład do zmiany PKB wniósł eksport netto oraz prawdopodobnie popyt wewnętrzny. Twarde dane miesięczne dla strefy euro z końca ub.r. były słabsze od oczekiwań (spadki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej), jednak wysoki poziom wskaźników koniunktury sygnalizuje utrzymanie się wzrostowego trendu aktywności gospodarczej w strefie euro. Mediana prognoz

uczestników rynków finansowych dotyczących dynamiki PKB w I kw. br. kształtuje się na poziomie 0,3%kw/kw¹.

Dynamika PKB strefy euro była w ostatnich kwartałach wspierana przez poprawiające się uwarunkowania zewnętrzne oraz nastroje podmiotów gospodarczych, a także dostosowania w gospodarkach peryferyjnych. W szczególności, korzystnie na aktywność w strefie euro oddziaływały: zmniejszająca się niepewność na globalnych rynkach finansowych i poprawa nastawienia inwestorów do strefy euro², kontynuacja wzrostu popytu zewnętrznego oraz obniżający się pesymizm producentów i konsumentów. Korzystne efekty przynosi również restrukturyzacja sektora eksportowego w gospodarkach peryferyjnych. Jednocześnie, wzrost PKB strefy euro jest w coraz mniejszym stopniu ograniczany przez zacieśnienie polityki fiskalnej³, a także dostosowania na rynku nieruchomości i pracy.

Pozytywnym sygnałem co do trwałości ożywienia w strefie euro jest wzrost popytu wewnętrznego. W III kw. ub.r. zwiększył się on po raz pierwszy od II kw. 2011 r., na co złożył się wzrost jego wszystkich głównych komponentów. Wzrost ten wzmocnia oczekiwania, że dynamika PKB, która w ostatnich latach była podtrzymywana przez dodatni wkład eksportu netto, będzie w coraz większym stopniu wspierana również przez powolną odbudowę popytu wewnętrznego. Utrzymania się ożywienia w strefie euro można oczekiwać także w świetle umacniania się tendencji wzrostowych w pozostałych gospodarkach rozwiniętych oraz odbicia handlu światowego.

¹ Prognozy opublikowane przez Bloomberg 17 lutego br. były zbierane w ankietach prowadzonych w dniach 7-14 lutego br.

² W tym kontekście, warto zwrócić uwagę, że w grudniu 2013 r. zatwierdzono ostatnią transzę środków pomocowych dla Irlandii, która jako pierwszy kraj objęty programem dostosowań makroekonomicznych powraca do finansowania potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych na rynkach finansowych. Sprzyja to poprawie nastawienia inwestorów do strefy euro.

³ Według jesiennych prognoz Komisji Europejskiej pierwotne saldo strukturalnego sektora finansów publicznych w 2013 r. ma wzrosnąć o 0,5 pkt. proc. wobec odpowiednio 1,5 pkt. proc. w 2012 r.

Tempo wzrostu PKB strefy euro utrzyma się jednak najprawdopodobniej na relatywnie niskim poziomie w najbliższych kwartałach. Wiąże się to ze słabością popytu wewnętrznego, a w szczególności spożycia indywidualnego. Negatywny wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych wywiera ich wysokie zadłużenie oraz utrzymywanie się podwyższonego poziomu bezrobocia. Słabe perspektywy popytu konsumpcyjnego w połączeniu z utrzymywaniem się fragmentacji rynków finansowych (przekładającej się niekorzystnie na warunki finansowania podmiotów z sektora prywatnego w krajach peryferyjnych) wskazują, że również popyt inwestycyjny pozostanie słaby w najbliższych kwartałach.

Spośród informacji, które napłynęły w ostatnim okresie, oczekiwania dotyczące utrzymania się stosunkowo słabego tempa ożywienia w najbliższych kwartałach, potwierdzane są przez:

- niską dynamikę wzrostu produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej w grudniu 2013 r. w ujęciu 3m/3m;
- słabe odczyty wskaźników koniunktury w gospodarce francuskiej;
- utrzymanie się spadkowej tendencji wartości kredytów udzielonych sektorowi niefinansowemu w grudniu 2013 r., odzwierciedlającej słabość popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego oraz ograniczenia podażowe w dostępie do finansowania bankowego w gospodarkach peryferyjnych.

Wzrost gospodarczy

W IV kw. ub.r. kontynuowane było ożywienie w strefie euro. PKB strefy euro wzrósł w tym okresie o 0,3% kw/kw (wobec 0,1% kw/kw w III kw. 2013 r.)⁴. Brak jest jeszcze dokładnych danych o dekompozycji zmiany PKB, lecz informacje o kształtowaniu się PKB w Niemczech, we Francji i w Hiszpanii wskazują, że dodatni wkład do wzrostu PKB strefy euro miał najprawdopodob-

⁴ Roczna dynamika PKB była dodatnia po raz pierwszy od IV kw. 2011 r., wynosząc 0,5% r/r.

niej eksport netto. We Francji i w Hiszpanii miał miejsce dalszy wzrost popytu wewnętrznego, podczas gdy w Niemczech poszczególne jego składowe wykazywały zróżnicowane tendencje⁵.

Wzrost PKB (kw/kw) zanotowano w większości gospodarek strefy euro, w tym we wszystkich głównych gospodarkach regionu Spośród głównych gospodarek strefy euro, w IV kw. 2013 r. najwyższy wzrost gospodarczy odnotowano w Niemczech (o 0,4% kw/kw). PKB wzrósł również we Francji (o 0,3% kw/kw), w Hiszpanii (o 0,3% kw/kw) i – po raz pierwszy od II kw. 2011 r. – we Włoszech (o 0,1% kw/kw). Warta odnotowania jest kontynuacja ożywienia w Portugalii, objętej programem pomocowym. Wzrost PKB w ujęciu rocznym osiągnął tam w IV kw. ub.r. wartość dodatnią (1,6% r/r). Spośród gospodarek, dla których opublikowane zostały dane⁶ dotyczące PKB w IV kw. ub.r., w dziesięciu z nich zanotowano wzrost PKB w ujęciu kwartalnym, a tylko w trzech (Cypr, Estonia i Finlandia) PKB obniżył się.

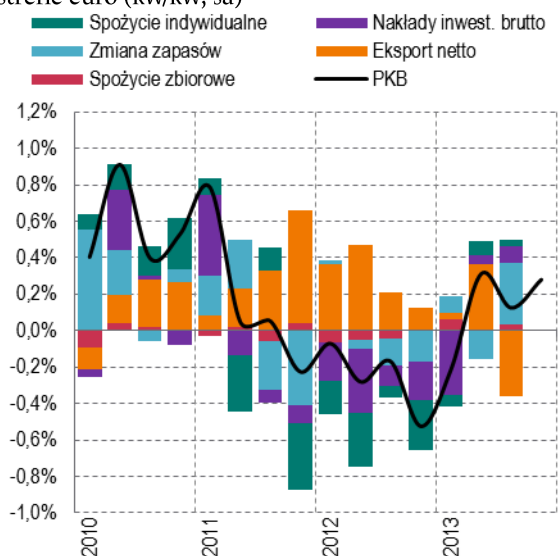
Do wzrostu PKB strefy euro o 0,1% kw/kw w III kw. ub.r. przyczyniło się zwiększenie popytu wewnętrznego we wszystkich jej głównych gospodarkach. Czynnikiem, który najsilnie przyczynił się do wzrostu PKB strefy euro w III kw. ub.r. był dodatni wkład zmiany zapasów. Wzrosły również pozostałe składniki popytu wewnętrznego, w tym najsilnie nakłady brutto na środki trwałe. Było to związane ze wzrostem budowlanych nakładów inwestycyjnych, który wystąpił po raz pierwszy od I kw. 2011 r., za sprawą złagodzenia tempa spadku w Hiszpanii i przyspieszenia wzrostu w Niemczech. Kontynuowany był również wzrost nakładów inwestycyjnych na maszyny i urządzenia. Pozytywnym sygnałem co do trwałości ożywienia była również kontynuacja wzrostu spożycia indywidualnego. W warunkach spowolnienia procesu konsoli-

⁵ Według urzędów statystycznych, w Niemczech dodatni wkład do wzrostu PKB wniósł eksport netto (w związku z szybszym wzrostem eksportu od importu) i nakłady brutto na środki trwałe. Ujemny wkład wniosło zaś spożycie indywidualne oraz zmiana zapasów. Wkład spożycia zbiorowego był neutralny. We Francji dodatni wkład do wzrostu PKB wniosły wszystkie kategorie, poza zmianą zapasów. Szacunki Banku Hiszpanii wskazują na wzrost spożycia indywidualnego oraz nakładów inwestycyjnych. Wkład eksportu netto do zmiany PKB był neutralny.

⁶ Brak jest danych dla Grecji, Irlandii, Luksemburga, Malty i Słowenii.

dacji fiskalnej w krajach strefy euro, dodatni wkład do wzrostu PKB wniosło spożycie zbiorowe.

Wykres 8 Dynamika oraz struktura tworzenia PKB w strefie euro (kw/kw, sa)



Źródło: Eurostat.

Głównym motorem wzrostu PKB w strefie euro w III kw. 2013 r. był sektor usług (wzrost WDB o 0,2% kw/kw wobec 0,3% kw/kw w poprzednim kwartale). W sektorze przemysłowym – po silnym wzroście w II kw. 2013 r. – WDB pozostała bez zmian. Stagnację WDB zanotowano również w sektorze budowlanym, co jednocześnie zakończyło okres jej spadku, trwający od I kw. 2011 r.

Tabela 2 Dynamika PKB w strefie euro (kw/kw, sa)

	I.13	II.12	III.13	IV.13
PKB (%)	-0,2	0,3	0,1	0,3
Spożycie indywidualne (%)	-0,1	0,1	0,1	
Spożycie zbiorowe (%)	0,3	0,0	0,2	
Nakłady brutto na śr. trwałe (%)	-2,0	0,3	0,5	
Zmiana zapasów (wkład; pkt proc.)	0,1	-0,2	0,3	
Eksport netto (%)	-0,9	2,1	0,3	
Import (%)	-1,1	1,5	1,2	
Eksport netto (wkład; pkt proc.)	0,0	0,4	0,4	
Realne dochody do dyspozycji gosp. domowych per capita (%)	0,1	0,0	0,0	

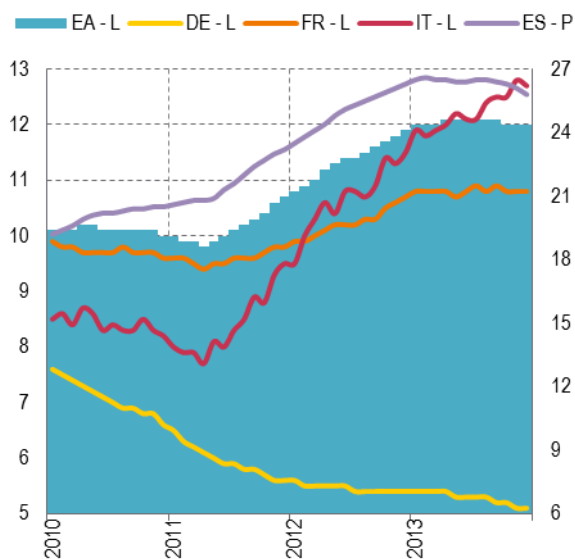
Źródło: Eurostat.

Rynek pracy

Wzrost gospodarczy w strefie euro przyczynił się do osłabienia negatywnych tendencji na rynku pracy.

Sytuacja na rynku pracy strefy euro stabilizuje się. Pozostaje ona jednak niekorzystna z punktu widzenia uwarunkowań wzrostu konsumpcji prywatnej. W III kw. 2013 r. liczba pracujących w strefie euro nie zmieniła się drugi kwartał z rzędu. Spośród głównych gospodarek regionu, wzrosła ona jedynie w Niemczech (o 0,2% kw/kw). Podobnie jak w całej strefie euro, liczba pracujących nie zmieniła się we Francji i Włoszech, natomiast w Hiszpanii kontynuowany był jej trend spadkowy. Przedsiębiorstwa ze strefy euro dostosowywały się do rosnącego popytu poprzez wydłużanie czasu pracy. W II i III kw. 2013 r. średnia liczba przepracowanych godzin na zatrudnionego wzrosła odpowiednio o 0,7% i 0,1% kw/kw.

Wykres 9. Stopa bezrobocia w wybranych krajach strefy euro (%)



Źródło: Eurostat.

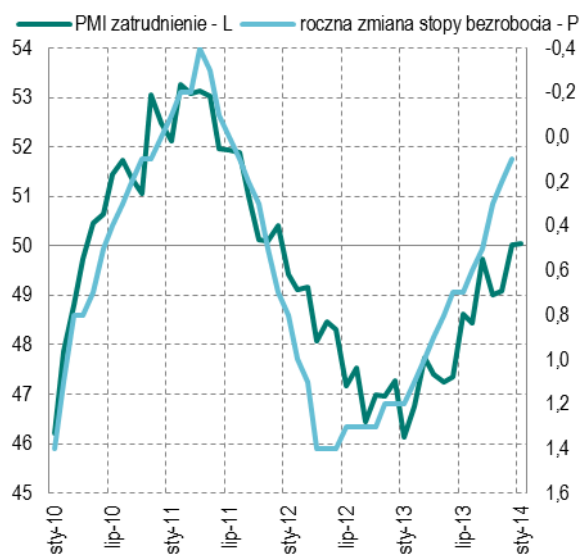
* L – oś lewa, P – oś prawa.

Poziom bezrobocia w głównych gospodarkach strefy euro pozostaje zróżnicowany. W grudniu ub.r. stopa bezrobocia w strefie euro utrzymała się na poziomie notowanym od października 2013 r. (12,0%, Wykres 9). Jej stabilizacji towarzyszy powolny spadek liczby bezrobotnych. W Niemczech stopa bezrobocia

pozostała w grudniu ub.r. na poziomie sprzed miesiąca (5,1%), tj. najniższym od początku lat 90. We Francji stopa bezrobocia od początku 2013 r. utrzymuje się na poziomie zbliżonym do 10,8%. We Włoszech w grudniu ub.r. przerwany został jej trend wzrostowy i spadła ona do 12,7%. Natomiast w Hiszpanii kontynuowany był spadek stopy bezrobocia (do 25,8%), trwający od września ub.r.

W warunkach wysokiego poziomu bezrobocia, dynamika płac utrzymuje się na niskim poziomie. W III kw. 2013 r. tempo wzrostu przeciętnego nominalnego wynagrodzenia brutto w gospodarce obniżyło się do 1,5% z 1,6% r/r w poprzednim kwartale (wobec przeciętnej dynamiki na poziomie 1,7% w 2012 r.).

Wykres 10. Subkomponent PMI Composite odzwierciedlający zmianę zatrudnienia oraz roczna zmiana stopy bezrobocia (pkt. proc.)



Źródło: Markit Economics, Eurostat.

* L – oś lewa, P – oś prawa.

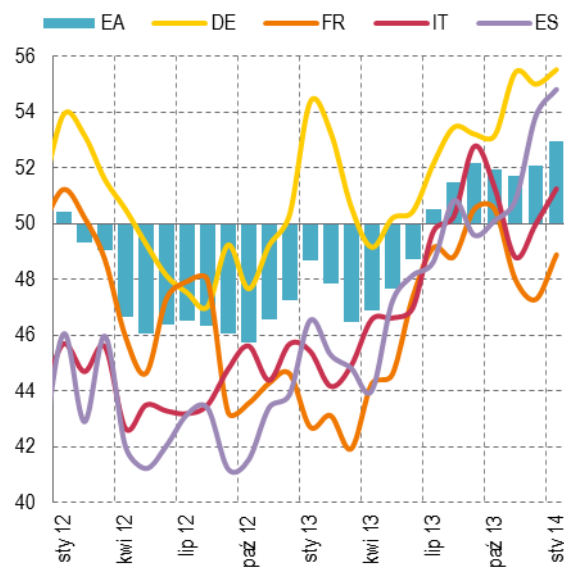
Ożywienie w strefie euro jest zbyt słabe, by w najbliższym okresie można było oczekiwać wzrostu zatrudnienia. Odzwierciedla to zarówno niski, choć poprawiający się, poziom subkomponentu PMI dotyczący zmian zatrudnienia (Wykres 10), jak i oczekiwanie uczestników rynków finansowych. Mediana prognoz stopy bezrobocia opublikowana przez Bloom-

berg⁷ dla I i II kw. 2014 r. wyniosła w styczniu br. odpowiednio 12,1% i 12,0%.

Nastroje gospodarcze

Wskaźniki koniunktury w styczniu br., podobnie jak w IV kw. 2013 r. utrzymały się na poziomie wskazującym na poprawę aktywności gospodarczej w strefie euro. Wskaźnik PMI Composite od lipca ub.r. znajdował się powyżej progu 50 pkt, sygnalizując ekspansję (Wykres 11). W styczniu br. wzrósł on z 52,1 pkt do 52,9 pkt. Silnie zwiększył się komponent obrazujący koniunkturę w sektorze przetwórczym. Po trzech miesiącach spadku, wzrósł również wskaźnik dla sektora usług.

Wykres 11. Indeks PMI (composite) dla przemysłu i usług w strefie euro



Źródło: Markit Economics.

Jednocześnie utrzymuje się zróżnicowanie między odczytami tych wskaźników w Niemczech i we Francji. PMI Composite w Niemczech wzrósł nieznacznie w styczniu br. z 55,0 pkt do 55,5 pkt i pozostaje na znacznie wyższym poziomie od wskaźnika dla gospodarki francuskiej (48,9 pkt). Na ożywienie wskazują wartości PMI dla gospodarek Hiszpanii i

⁷ Prognozy opublikowane przez Bloomberg 17 lutego br. były zbierane w ankietach prowadzonych w dniach 7-14 lutego br.

Włoch, gdzie w styczniu br. kontynuowany był trend wzrostowy tego wskaźnika (odpowiednio do 54,8 i 51,3 pkt).

Również odczyty wskaźnika ESI Komisji Europejskiej wskazują, że w IV kw. ub.r. i na początku br. kontynuowana była poprawa nastrojów gospodarczych w strefie euro i jej głównych gospodarkach. Wskaźnik ten wzrósł w styczniu br. do 100,9 pkt z 100,4 pkt w grudniu ub.r. w efekcie poprawy subkomponentów informujących o koniunkturze w usługach i handlu detalicznym oraz nastrojach konsumentów. Trend wzrostowy wskaźnika ESI kontynuowany był w styczniu br. w Niemczech i we Francji.

Produkcja i koniunktura w przemyśle

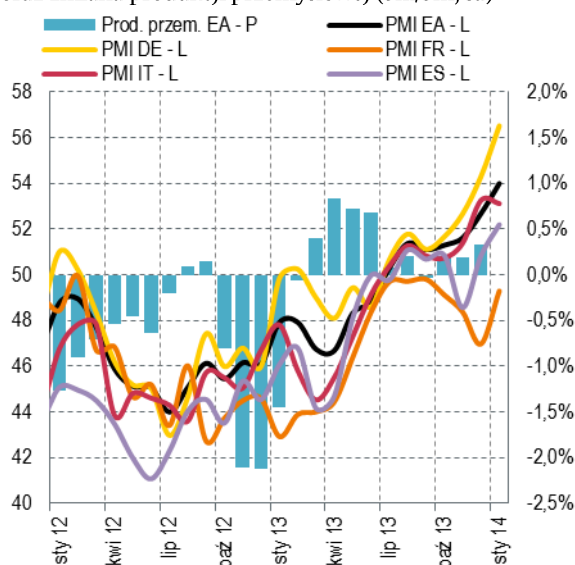
Aktywność sektora przemysłowego wspierała wzrost PKB strefy euro w IV kw. ub.r. Przejściowe osłabienie popytu zewnętrznego, przy słabym popycie wewnętrznym, przyczyniło się do zerowej dynamiki produkcji przemysłowej w strefie euro w III kw. 2013 r. (Wykres 12). W grudniu ub.r. produkcja sprzedana przemysłu spadła o 0,7% m/m (wobec oczekiwanego spadku na poziomie 0,3% m/m), po silnym wzroście w listopadzie ub.r. (o 1,6% m/m). W rezultacie, jej średni poziom w IV kw. ub.r. był o 0,3% wyższy od notowanego w III kw. ub.r.

Wzrost produkcji przemysłowej w IV kw. ub.r. zanotowany został we wszystkich głównych grupowaniach, poza sektorem wytwarzania energii. Najsilniejszy wzrost zanotowany został w odniesieniu do dóbr pośrednich (o 1,3% kw/kw). Wzrosła również produkcja dóbr inwestycyjnych (o 0,3% kw/kw) i konsumpcyjnych (o 0,1% kw/kw). W warunkach stosunkowo łagodnej zimy w krajach strefy euro, utrzymał się spadek produkcji w sektorze wytwarzania energii (o 1,9% kw/kw).

Mimo niskiej dynamiki produkcji w II poł. 2013 r., perspektywy dla sektora przemysłowego pozostają pozytywne. Świadczy o tym relatywnie wysoki poziom wskaźników koniunktury oraz utrzymywanie się wzrostu produkcji w większości działów przetwórstwa przemysłowego (Wykres 12). Indeks PMI dla przemysłu przetwórczego strefy euro, który od lipca ub.r. utrzymuje

się powyżej progu 50 pkt (wykres 5), w styczniu br. wzrósł z 52,7 pkt do 54,0 pkt. Komponent informujący o napływie nowych zamówień wzrósł do najwyższego poziomu od kwietnia 2011 r. Wysoką wartość utrzymuje również wskaźnik zamówień eksportowych. Na korzystną koniunkturę w przemyśle strefy euro wskazuje również wskaźnik Komisji Europejskiej. Choć spadł on w styczniu br. do -3,9 pkt, utrzymał się czwarty miesiąc z kolei powyżej wieloletniej średniej (-6,2 pkt).

Wykres 12. Nastroje w przetwórstwie przemysłowym oraz zmiana produkcji przemysłowej (3m/3m, sa)

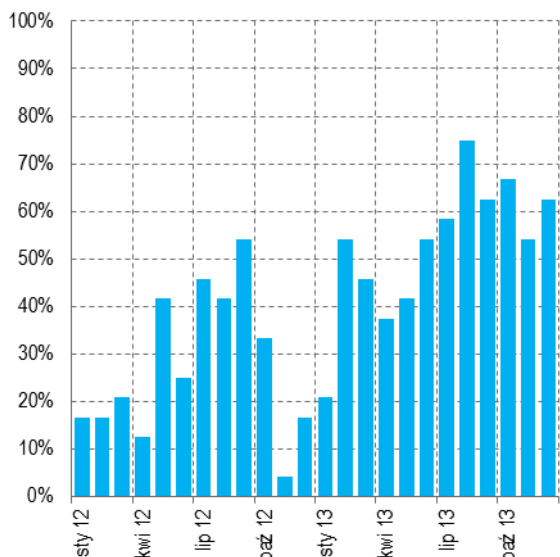


Źródło: Eurostat, Markit Economics.

* L – oś lewa, P – oś prawa.

Pozytywne sygnały dotyczące krótkookresowych perspektyw dla przemysłu płyną z odczytów wskaźników koniunktury w głównych gospodarkach regionu, z wyjątkiem Francji. Spośród głównych gospodarek regionu, najwyższy poziom PMI dla sektora przetwórczego zanotowano w Niemczech, gdzie wskaźnik ten wzrósł z 54,3 pkt w grudniu ub.r. do 56,5 pkt styczniu br. Powyżej progu 50 pkt utrzymuje się on również we Włoszech (53,1 pkt) i w Hiszpanii (52,2 pkt). Na kontynuację spadku aktywności w przetwórstwie przemysłowym wskazywał natomiast wskaźnik dla Francji (49,3 pkt).

Wykres 13. Liczba działów przetwórstwa przemysłowego w strefie euro, w których zanotowano wzrost produkcji (3m/3m)

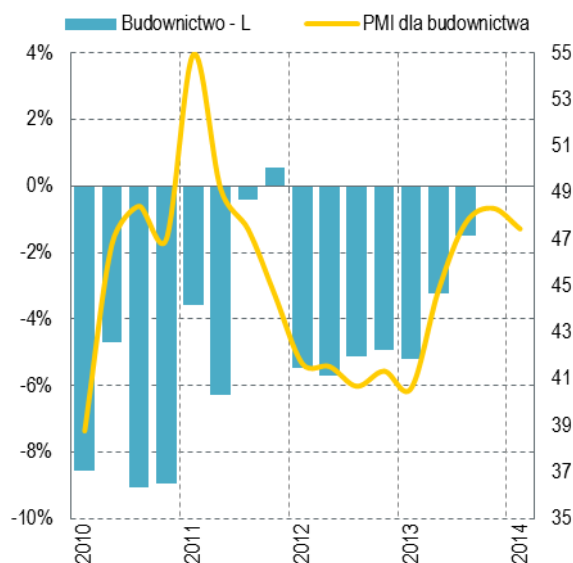


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych Eurostat.

Produkcja i koniunktura w budownictwie oraz usługach

Wzrost PKB strefy euro w IV kw. ub.r. był najprawdopodobniej ograniczany przez spadek produkcji budowlanej. Po wzroście w II i III kw. 2013 r. produkcji w sektorze budowlanym strefy euro (odpowiednio o 1,9% i 1,6% kw/kw), w październiku i listopadzie 2013 r. nastąpił jej spadek (odpowiednio o 1,1% i 0,6% m/m), do którego przyczyniło się przede wszystkim jej obniżenie się we Włoszech i w Niemczech. W świetle powyższych danych, a także odczytów badań koniunktury, można ocenić, że zapoczątkowane w II kw. 2013 r. ożywienie aktywności w sektorze budowlanym pozostanie słabe (Wykres 14). Badania koniunktury Komisji Europejskiej wskazują, że – mimo pewnej poprawy nastrojów w ostatnich miesiącach – przedsiębiorcy z sektora budowlanego pozostają pesymistyczni. Subkomponent wskaźnika ESI spadł w styczniu 2014 r. do -30,1, poniżej średniej dla IV kw. ub.r. i jednocześnie poniżej średniej wieloletniej. Również wskaźnik PMI dla tego sektora utrzymywał się w IV kw. ub.r. oraz styczniu br. poniżej wartości referencyjnej (Wykres 14).

Wykres 14. Produkcja budowlano-montażowa w strefie euro (r/r, sa)



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska.

* L – oś lewa, P – oś prawa.

Odczyty wskaźnika nastrojów w usługach z ostatnich miesięcy wskazują na wzrost aktywności w tym sektorze. Wskaźnik PMI od sierpnia ub.r. kształtuje się powyżej progu 50 pkt. Pozostaje on jednak na poziomie 51-52 pkt, wskazując na niższą dynamikę wzrostu niż w przypadku przetwórstwa przemysłowego. W styczniu 2014 r. wyniósł on 51,6 pkt, wobec 51 pkt w grudniu ub.r. Wskaźnik PMI dla niemieckiego sektora usług kształtuje się powyżej progu 50 pkt od sierpnia ub.r. (53,1 pkt w styczniu br.). Relatywnie wysoki poziom PMI w usługach utrzymuje się również od listopada ub.r. w Hiszpanii (54,9 pkt). We Francji i Włoszech wskaźnik ten kształtuje się natomiast na poziomie sygnalizującym spadek aktywności (odpowiednio 48,9 i 49,4 pkt).

Sytuacja na rynku kredytowym

Utrzymuje się spadek wartości kredytów udzielonych przez banki ze strefy euro podmiotom z niefinansowego sektora prywatnego. W grudniu ub.r. dynamika tej kategorii wyniosła -2,1% r/r, wobec -1,8% w listopadzie ub.r. Spadek (w ujęciu r/r) kredytów udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym (skorygowanych o sprzedaż aktywów i sekurytyzację) w grudniu ub.r. wyniósł 2,9% r/r (wobec -3,1% r/r w listopadzie 2013 r.).

Wyniki *Bank Lending Survey* ze stycznia 2014 r. wskazują, że za spadkiem dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw stoją przede wszystkim czynniki popytowe.

Popyt na kredyt był ograniczany przez rosnące zainteresowanie przedsiębiorstw emisją papierów dłużnych oraz ich niską aktywność inwestycyjną, choć w ocenie banków negatywny wpływ tego ostatniego czynnika obniżał się stopniowo w III i IV kw. ub. r. Jednocześnie jednak w IV kw. ub. r. banki zacieśniły ponownie warunki kredytowe w tym segmencie rynku, mimo, iż wcześniej sygnalizowały poluzowanie polityki kredytowej. Ponadto, ankieta EBC dotycząca warunków finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w strefie euro wskazuje na nieznaczne pogorszenie się dostępu tych podmiotów do kredytów bankowych w okresie od kwietnia do września ub.r. w stosunku do okresu od października 2012 r. do marca ub.r. Zjawisko to nasiliło się w analizowanym okresie we Francji, Włoszech i w Holandii. Pozytywnym sygnałem płynącym z *Bank Lending Survey* jest natomiast planowany przez banki brak zmian warunków kredytowych w I kw. br.

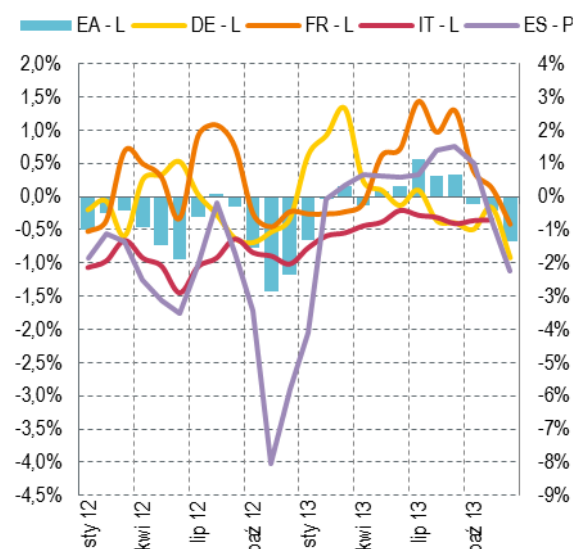
Słaba akcja kredytowa notowana jest także w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych. W grudniu 2013 r. utrzymał się niewielki wzrost wartości kredytów udzielonych gospodarstwom domowym (0,3% r/r), na co złożył się dalszy spadek wartości udzielonych kredytów konsumpcyjnych oraz niewielki przyrost kredytów hipotecznych. Warto zauważyć, że zgodnie z wynikami styczniowego *Bank Lending Survey* w IV kw. ub.r. nastąpiło poluzowanie warunków kredytowych w segmencie kredytów mieszkaniowych i zacieśnienie w segmencie kredytów konsumpcyjnych. Banki planują poluzowanie w I kw. br. polityki kredytowej w odniesieniu do obu typów kredytów. Jednocześnie w ocenie banków, popyt na kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych spadł w IV kw. ub.r., a w przypadku kredytów konsumpcyjnych nie zmienił się. Oczekiwany jest wzrost popytu na kredyty w obu kategoriach w I kw. br. Oceny te są sygnałem poprawiającej się koniunktury konsumencijskiej w strefie euro.

Sprzedaż detaliczna i koniunktura konsumencka

Koniec 2013 r. przyniósł poprawę odczytów wskaźników wyprzedzających dla spożycia indywidualnego.

Ich niski poziom sygnalizuje jednak, że dynamika spożycia pozostała słaba w IV kw. ub.r. Wskazuje na to również kształtowanie się dynamiki sprzedaży detalicznej. W grudniu ub.r. sprzedaż detaliczna w strefie euro spadła o 1,6% m/m, a w ujęciu kwartalnym obniżyła się o 0,7% w IV kw. ub.r., wobec wzrostu o 0,3% kw/kw w III kw. ub.r. (wykres 8). Sprzedaż detaliczna obniżyła się w Niemczech (-0,5% kw/kw w IV kw. ub.r.), Francji (-0,4 kw/kw) oraz Hiszpanii⁸ (-2,3% kw/kw). Spadkowi sprzedaży detalicznej towarzyszył wzrost rejestracji nowych samochodów osobowych o 5,1% kw/kw w IV kw. ub.r.

Wykres 15. Sprzedaż detaliczna w strefie euro (3m/3m)



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska.

* L – oś lewa, P – oś prawa.

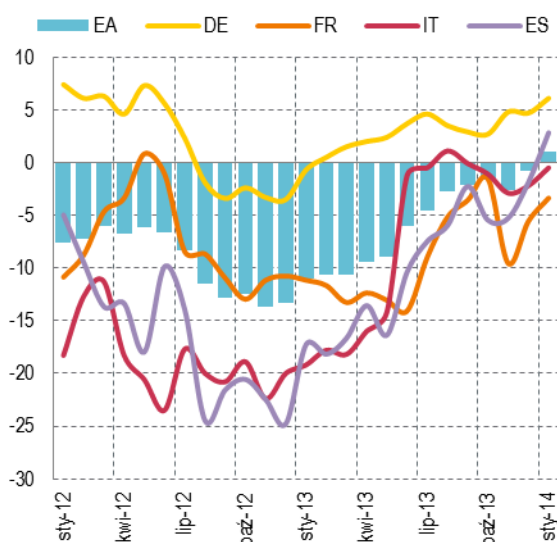
Utrzymuje się stopniowa poprawa nastrojów konsumentów.

Wskaźnik CCI Komisji Europejskiej utrzymuje się w trendzie wzrostowym (Wykres 15) i w styczniu br. wyniósł -11,7 pkt, przekraczając wieloletnią średnią po raz pierwszy od lipca 2011 r. Warto odnotować wyraźną poprawę nastrojów konsumentów w Hiszpanii, gdzie wskaźnik nastrojów osiągnął poziom najwyższy od czerwca 2011

⁸ Silny spadek w Hiszpanii miał miejsce po wyjątkowo wysokim wzroście w III kw. ub.r. o 1,2% kw/kw.

r. Było to związane z poprawą oczekiwań co do zmiany bezrobocia w najbliższych trzech miesiącach.

Wykres 16. Wskaźnik koniunktury konsumenckiej Komisji Europejskiej (CCI)*



Źródło: Komisja Europejska.
* średnie z lat 1999-2013 = 0.

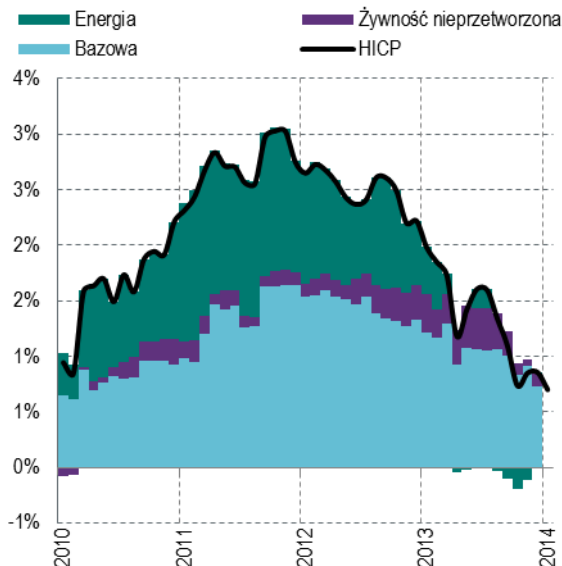
Inflacja

Od października 2012 r. inflacja HICP w strefie euro utrzymuje się w trendzie spadkowym. W styczniu 2014 r. inflacja HICP ukształtowała się poniżej oczekiwań, obniżając do 0,7% r/r z 0,8% r/r w poprzednim miesiącu (Wykres 17). U podstaw spadkowego trendu inflacji w strefie euro leżą głównie niższe ceny surowców na rynkach światowych, czemu od połowy 2013 r. towarzyszy aprecjacja euro w stosunku do dolara. W rezultacie, znacząco obniżył się wkład komponentu energia i żywność nieprzetworzona do tempa wzrostu wskaźnika HICP.

Spadek inflacji w strefie euro jest jednak także efektem niskiej presji popytowej i płacowej, związanych ze słabością popytu konsumpcyjnego oraz niską dynamiką płac, hamowaną przez wysoki poziom bezrobocia (zob. sekcja *Rynek pracy*). Inflacja bazowa obniżyła się od października 2012 r. o 0,7 pkt. proc. i w grudniu 2013 r. ukształtowała się na poziomie 0,9% r/r, tj. blisko historycznego minimum z I poł. 2010 r. (0,7% r/r). Za grudniowym spadkiem inflacji bazowej stało osłabienie wzrostu

cen usług (przede wszystkim zorganizowanych pakietów urlopowych oraz usług hotelowych)⁹.

Wykres 17. Inflacja HICP w strefie euro (r/r)



Źródło: Eurostat.

Utrzymuje się zróżnicowanie poziomów inflacji pomiędzy krajami członkowskimi regionu. Jej najniższy poziom notowany jest w krajach, które objęte są programami dostosowawczymi i w których miały miejsce silne dostosowania popytu krajowego: w grudniu ub.r. w Grecji poziom cen obniżył się o 1,8% r/r, zaś w Portugalii i Hiszpanii¹⁰ roczne tempo wzrostu wskaźnika HICP wyniosło odpowiednio 0,2%, i 0,3%. We Francji i Włoszech poziom inflacji HICP zbliżony jest do średniego w strefie euro (odpowiednio 0,8% i 0,7% r/r). Przy wyraźnie lepszej sytuacji gospodarczej w Niemczech niż w pozostałych gospodarkach regionu, inflacja w tej gospodarce kształtuje się na nieco wyższym poziomie (1,2% r/r) niż średnio w strefie euro.

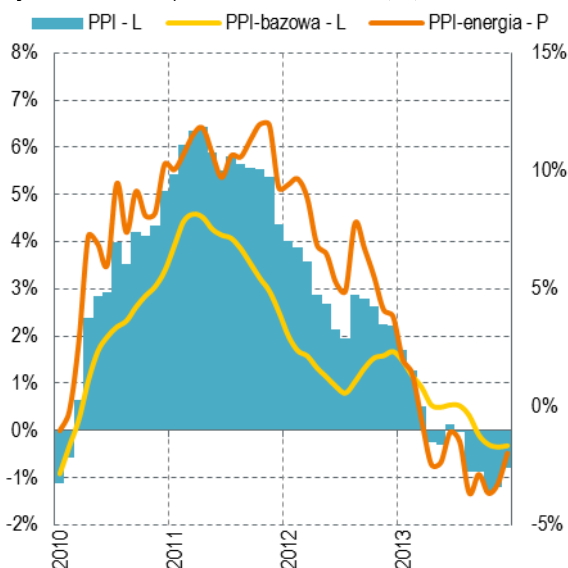
Spadkowi inflacji konsumenckiej towarzyszyło obniżenie się (w ujęciu r/r) poziomu cen produkcji sprzedanej przemysłu (Wykres 18). Od sierpnia ub.r. dynamika PPI pozostaje ujemna, a w grudniu 2013 r. wzrosła z -1,2% do -0,8% r/r pod wpływem wolniejszego

⁹ Brak jest danych o inflacji bazowej w styczniu br.

¹⁰ Brak danych o inflacji w Irlandii, gdzie wskaźnik HICP w listopadzie ub.r. wyniósł 0,3% r/r.

tempa spadku cen w sektorze wytwarzania energii (z 3,3% do 2,0% r/r), przy stabilnym poziomie bazowego komponentu PPI (-0,3% r/r).

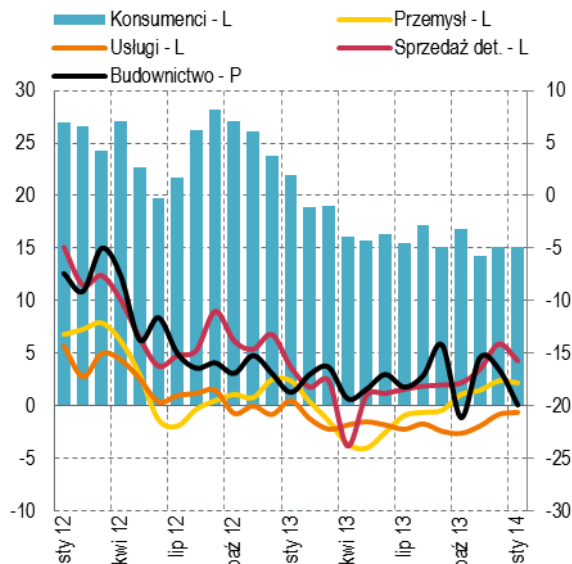
Wykres 18. Inflacja PPI w strefie euro (r/r)



Źródło: Eurostat.

* L – oś lewa, P – oś prawa.

Wykres 19. Oczekiwania inflacyjne konsumentów oraz oczekiwania dotyczące cen wyrobów własnych w strefie euro



Źródło: Komisja Europejska.

* L – oś lewa, P – oś prawa.

Spadkowi inflacji towarzyszą stabilne oczekiwania inflacyjne konsumentów i rosnące oczekiwania produ-

centów dotyczące cen wyrobów własnych. Od kwietnia ub.r. wskaźniki obrazujące oczekiwania inflacyjne konsumentów pozostają stabilne (wykres 12). W IV kw. ub.r. wzrosły natomiast oczekiwania producentów w sektorze usług, sprzedaży detalicznej oraz w przemyśle dotyczące cen wyrobów własnych. W styczniu br. oczekiwania producentów w sektorze usług i przemyśle nie zmieniły się w stosunku do grudnia ub.r., a przypadku sprzedaży detalicznej obniżyły się.

Prognozy

Prognozy wzrostu PKB w 2014 i 2015, przygotowane przez instytucje finansowe, pozostawały w ostatnim okresie stabilne. Podobnie jak w październiku 2013 r., mediana prognoz dynamiki PKB w 2014 wyniosła w styczniu br. 1,0%, a w 2015 r. 1,4%.

W kierunku utrwalenia ożywienia w strefie euro w horyzoncie prognozy oddziaływać mają:

- dalsza poprawa optymizmu na rynkach finansowych prowadząca do stopniowego odwrócenia fragmentacji tych rynków i poprawy warunków finansowania przedsiębiorstw w krajach peryferyjnych;
- kontynuacja wzrostu popytu zewnętrznego;
- dalsza poprawa nastrojów konsumentów i producentów;
- pozytywne efekty reform strukturalnych i fiskalnych w krajach peryferyjnych;
- stabilizacja sytuacji na rynku pracy oraz niska presja inflacyjna, wspierająca wzrost realnych dochodów do dyspozycji.

Najważniejszymi czynnikami ryzyka dla wzrostu PKB są: krótkookresowe negatywne efekty aprecjacji euro, brak działań na rzecz poprawy konkurencyjności we Włoszech i Francji oraz ewentualny powrót napięć na rynkach finansowych po publikacji ewentualnych złych wyników przeglądu jakości aktywów, związanego z przejściem przez EBC funkcji nadzorca względem banków ze strefy euro, i stress-testów, zaplanowanych na drugi kwartał 2014 r.

Szybszy od oczekiwanego spadek inflacji HICP w IV kw. 2013 r. przyczynił się do obniżenia prognoz in-

flacji w krótkim horyzoncie. Mediana prognoz uczestników rynków finansowych na 2014 r. została obniżona z 1,5% (opublikowana w październiku 2013 r.) do 1,2% r/r (styczeń 2014 r.). Mediana prognoz inflacji w 2015 r. pozostała stabilna (1,5% r/r).

W kierunku utrzymania się niskiej inflacji oddziałują w dalszym ciągu dostosowania makroekonomiczne w krajach peryferyjnych strefy euro, które przekładają się na niską presję popytową i płacową w regionie. Czynnikiem ryzyka dla inflacji pozostaje kształtowanie się cen energii, których zmiana w ostatnich latach silnie zwiększyła amplitudę wahań wskaźnika inflacji HICP.

Tabela 3 Prognozy makroekonomiczne dla strefy euro

	2013	2014	2015	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
realny PKB, % r/r							
MFW (01-14)	-0,4	1,0	1,4				1,2
KE (11-13)	-0,4	1,1	1,7	0,9	0,9	1,1	1,4
Bloomberg (02-14)	-0,4	1,0	1,5	1,0	1,0	1,1	1,2
OECD (11-13)	-0,4	1,0	1,6				1,3
HICP, %, r/r							
MFW (10-13)	1,5	1,5	1,4				
KE (11-13)	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,3
Bloomberg (02-13)	1,4	1,2	1,5	0,9	1,0	0,9	1,3
OECD (11-13)	1,4	1,2	1,2				

Niemcy

- Wstępny szacunek PKB w 2013 r. wskazuje na jego wzrost o 0,5% po wzroście o 0,7% w 2012 r.
- Postępuje reorientacja niemieckiej gospodarki w kierunku wzrostu opartego na popycie wewnętrznym
- Kontynuacja korzystnych tendencji na rynku pracy: liczba pracujących na rekordowym poziomie przy stabilnej stopie bezrobocia
- Pozytywne nastroje przedsiębiorców: PMI Composite i wskaźnik ESI na najwyższym poziomie od połowy 2011 r.
- Poprawiająca się koniunktura w przemyśle potwierdzana twardymi danymi: wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w IV kw. 2013 r. (o 0,4% kw/kw i 2,7% r/r)
- Wskaźniki obrazujące nastroje konsumentów w IV kw. 2013 r. na najwyższym poziomie od dwóch lat
- Brak oznak narastania presji inflacyjnej: spadek inflacji HICP do 1,2% r/r w styczniu br. przy utrzymującej się ujemnej dynamice wskaźnika PPI
- Niewielka rewizja w górę prognoz PKB i inflacji w porównaniu z październikiem 2013 r.

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Dane o PKB w 2013 r. potwierdzają, że niemiecka gospodarka znajduje się w fazie ożywienia. W świetle danych Statistisches Bundesamt Deutschland, po stagnacji w I kw. ub.r. oraz wspieranym czynnikami jednorazowymi wzroście o 0,7% kw/kw¹¹ w II kw. ub.r., gospodarka niemiecka utrzymała dodatnie tempo wzrostu także w II poł. 2013 r. W III kw. 2013 r. PKB zwiększył się o 0,3% kw/kw. W IV kw. ub.r. wzrósł natomiast o 0,4% kw/kw (tj. w skali zgodnej z oczekiwaniami uczestników rynków finansowych¹²), głównie za sprawą przyspieszenia ekspor-

tu¹³. Motorem ożywienia popytu wewnętrznego są inwestycje. Dynamika popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych osłabła natomiast w ostatnich dwóch kwartałach, mimo iż uwarunkowania wzrostu tego komponentu pozostają korzystne. Wskaźniki koniunktury sygnalizują poprawę dynamiki konsumpcji w najbliższym okresie.

Czynnikami wspierającymi kontynuację ożywienia gospodarczego w Niemczech w bieżącym roku pozostają:

- **bardzo dobra sytuacja na rynku pracy** (odzwierciedlona m.in. w dalszym wzroście liczby pracujących w IV kw. 2013 r. i stabilnej stopie bezrobocia), wspierająca wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych;
- **optymistyczne nastroje konsumentów**, w tym stopniowo rosnąca deklarowana skłonność do dokonywania ważniejszych zakupów;
- **poprawiające się perspektywy popytu zewnętrznego**, odzwierciedlone w relatywnie dużym napływie nowych zamówień zagranicznych do przedsiębiorstw i optymistycznych oczekiwaniach eksporterów co do rozwoju sytuacji w najbliższym okresie;
- **pozytywne nastroje przedsiębiorców we wszystkich głównych sektorach gospodarki**, potwierdzone przez odczyty wskaźników PMI Composite oraz ESI znajdujące się na najwyższych poziomach od połowy 2011 r.

Umocnienie się ożywienia gospodarczego w Niemczech znajduje odzwierciedlenie w poprawiających się ocenach dotyczących średniookresowych perspektyw wzrostu tej gospodarki (zob. sekcja *Prognozy*).

¹¹ Wszystkie dane kw/kw i m/m po odsezonowaniu.

¹² Konsensus prognoz z ankiet Bloomberga przeprowadzanych w dniach 10-15 stycznia br.

¹³ W odniesieniu do IV kw. ub.r. Statistisches Bundesamt Deutschland przedstawił jedynie jakościowe informacje dotyczące kształtowania się poszczególnych komponentów wydatkowych PKB.

Wzrost gospodarczy

Wstępny szacunek PKB za 2013 r. potwierdził, że postępuje reorientacja gospodarki niemieckiej w kierunku większego oparcia jej wzrostu na popycie wewnętrznym. PKB Niemiec, zgodnie z oczekiwaniami, wzrósł w 2013 r. o 0,5%¹⁴. Było to konsekwencją wzrostu popytu krajowego o 0,7%, po jego spadku o 0,3% w 2012 r. Wkład eksportu netto obniżył się z 1 pkt. proc. w 2012 r. do -0,3 pkt. proc. w 2013 r. (por. Wykres 20). Złożyło się na to osłabienie dynamiki eksportu (z 3,2% w 2012 r. do 0,6% w 2013 r.) przy relatywnie stabilnej dynamice importu (1,3% wobec 1,4% w 2012 r.). Na postępującą reorientację gospodarki niemieckiej wskazuje również dekompozycja PKB od strony tworzenia. W 2013 r. kontynuowany był wzrost wartości dodanej brutto w usługach. Jednocześnie nastąpiła jej stagnacja w przemyśle i spadek w budownictwie (o 1,2%).

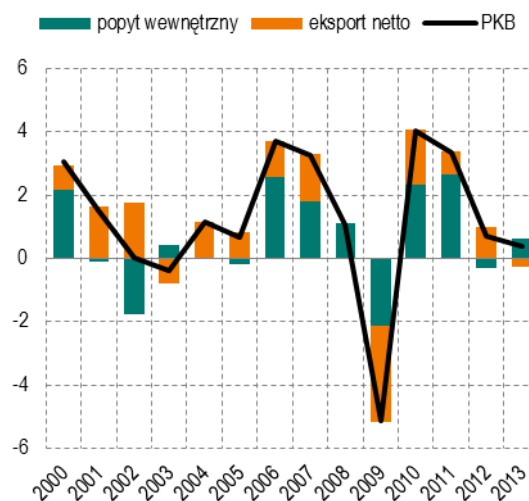
Wzrost dynamiki popytu krajowego w 2013 r. był efektem ograniczenia skali spadku inwestycji oraz korzystniejszego wkładu zapasów do wzrostu PKB. Dynamika spożycia indywidualnego oraz zbiorowego utrzymały się na poziomie zbliżonym do notowanego w 2012 r.¹⁵ Natomiast nakłady brutto na środki trwale obniżyły się o 0,8% po spadku o 2,1% w 2012 r. Przyczyniło się do tego zmniejszenie skali spadku inwestycji w maszyny i urządzenia oraz w budynki i budowlę. Wkład zmiany zapasów do wzrostu PKB, który w 2012 r. wyniósł -0,5 pkt. proc., był nieznacznie dodatni (0,1 pkt. proc.).

Ostatnie dane kwartalne dotyczące PKB wskazują na umacnianie się ożywienia w Niemczech. W III kw. 2013 r. PKB Niemiec zwiększył się o 0,3% kw/kw (por. Tabela 4), a w IV kw. u.br. o 0,4% kw/kw, tj. w skali zgodnej z oczekiwaniami uczestników rynków finansowych.

W kierunku wzrostu popytu wewnętrznego oddziałuje ożywienie inwestycji. W III kw. 2013 r. wyraźny wzrost nakładów brutto na środki trwale obserwowany był w odniesieniu do wszystkich typów aktywów. W szczególności,

wzrostową tendencję widoczną od początku 2013 r. kontynuowały inwestycje mieszkaniowe oraz w budynki i budowlę niemieszkalne. Zrekompensowało to nieco niższą dynamikę nakładów na maszyny, urządzenia oraz środki transportu. Według wstępnych informacji, wyraźny wzrost nakładów na maszyny i urządzenia oraz inwestycji budowlanych zanotowano również w IV kw. ub.r. Ożywieniu inwestycji sprzyja zmniejszająca się niepewność dotycząca perspektyw popytu oraz utrzymujące się korzystne warunki finansowania inwestycji.

Wykres 20. Dynamika oraz struktura tworzenia PKB w Niemczech (% r/r)



Źródło: Eurostat.

Popyt konsumpcyjny osłabił nieco w ostatnich kwartałach, mimo optymistycznych nastrojów konsumentów oraz umiarkowanego wzrostu dochodów do dyspozycji. W III kw. 2013 r. wzrost spożycia indywidualnego obniżył się względem relatywnie wysokiego poziomu z poprzedniego kwartału (por. Tabela 4). Zwiększyły się wydatki gospodarstw domowych na usługi, podczas gdy pozostałe kategorie wydatków odnotowały spadki. W szczególności, utrzymała się trwająca od 2012 r. stagnacja wydatków na dobra trwałe użytku. W IV kw. ub.r. miał natomiast miejsce niewielki spadek spożycia indywidualnego. W III kw. ub.r. dynamika realnych dochodów do

¹⁴ Bez korekty o liczbę dni roboczych wzrost PKB wyniósł 0,4% r/r.

¹⁵ Spożycie indywidualne wzrosło o 0,9% w 2013 r. wobec 0,8% w 2012 r., natomiast spożycie zbiorowe odpowiednio o 1,1% wobec 1,0%.

dyspozycji wzrosła do 1,8% r/r¹⁶. Przyspieszenie tempa wzrostu dochodów do dyspozycji w II i III kw. ub.r. można w dużej mierze przypisać wzrostowi nadwyżki operacyjnej i dochodu mieszanego, po jej spadku w I kw. ub.r. i stagnacji obserwowanej w trzech poprzednich kwartałach. Stopa oszczędności pozostała w III kw. ub.r. na obserwowanym w poprzednich kwartałach poziomie 10%.

Tabela 4 Dynamika PKB w Niemczech (kw/kw, sa)

	I.13	II.13	III.13	IV.13
PKB (%)	0,0	0,7	0,3	0,4
Spożycie indywidualne (%)	0,3	0,6	0,1	
Spożycie zbiorowe (%)	0,1	-0,2	0,5	
Nakłady brutto na śr. trwałe (%)	-1,9	1,6	1,6	
Zmiana zapasów (wkład; pkt proc.)	0,4	-0,2	0,2	
Eksport (%)	-1,0	2,4	0,1	
Import (%)	-0,6	1,9	0,8	
Eksport netto (wkład; pkt proc.)	-0,3	0,4	-0,3	
Realne dochody do dyspozycji gosp. domowych per capita (%)	-0,1	0,6	0,4	

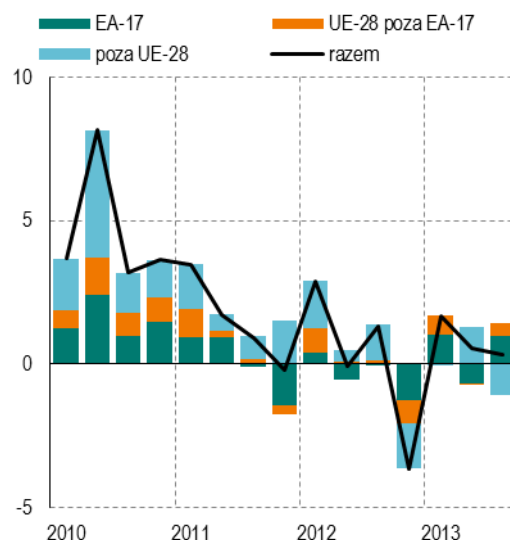
Źródło: Eurostat.

Ożywienie aktywności w Niemczech jest wspierane przez rosnący popyt zewnętrzny. W III kw. 2013 r. miało wprawdzie miejsce wyraźne osłabienie wzrostu eksportu (por. Tabela 4, Wykres 21)¹⁷, co przełożyło się na ujemny wkład eksportu netto do dynamiki PKB. Jednak zarówno wstępny szacunek PKB w IV kw. ub.r., jak również dane miesięczne dotyczące wartości eksportu i nadwyżki handlowej Niemiec wskazują, że w IV kw. ub.r. eksport ponownie przyspieszył. W listopadzie 2013 r. wartość eksportu zwiększyła się czwarty miesiąc z rzędu, a nadwyżka handlowa odrobiła część strat z października (gdy nastąpił jej spadek z rekordowego wysokiego poziomu).

¹⁶ Ogółem w 2013 r. dynamika realnych dochodów dyspozycyjnych ludności wyniosła 0,6% wobec 0,8% w 2012 r. i 1,7% w 2011 r. W warunkach wyraźnie niższego realnego wzrostu płac netto (1,3% wobec 2,3% i 1,7% w poprzednich latach), niewielki spadek dynamiki dochodów realnych ludności był możliwy dzięki szybszemu wzrostowi transferów socjalnych.

¹⁷ Dane z bilansu płatniczego wskazują, że u podstaw osłabienia dynamiki eksportu leżał spadek sprzedaży do krajów spoza UE-28 (o 2,5% kw/kw w ujęciu nominalnym). Wzrost eksportu był natomiast podtrzymywany przez zwiększenie się popytu ze strony krajów UE-28, w tym pozostałych krajów strefy euro. Wartość eksportu Niemiec do krajów strefy euro zwiększyła się o 2,7% kw/kw po spadku o 1,9% kw/kw w II kw. 2013 r.

Wykres 21. Dynamika oraz struktura geograficzna eksportu Niemiec (% kw/kw)



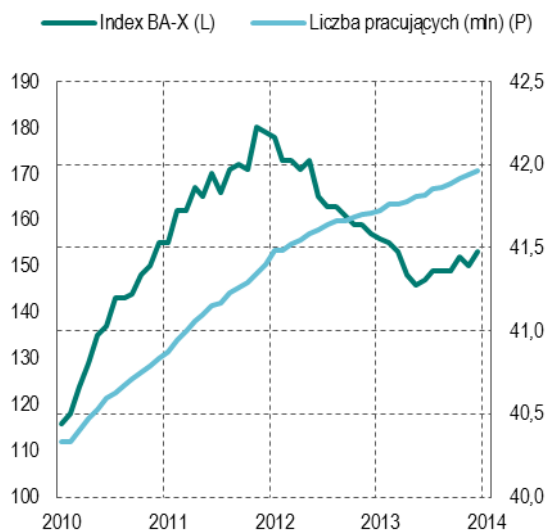
Źródło: Eurostat.

Rynek pracy

Utrzymuje się wysoki popyt na pracę w gospodarce niemieckiej, co tworzy korzystne uwarunkowania dla wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Wydaje się, że mimo umiarkowanego wzrostu PKB gospodarka niemiecka generuje wystarczająco dużo nowych miejsc pracy, aby zaabsorbować rosnącą podaż pracy (wspieraną imigracją). W szczególności, utrzymywanie się relatywnie wysokiego popytu na pracę potwierdzone jest przez:

- **Wzrost liczby pracujących do kolejnych rekordowych poziomów** (por. Wykres 22). Wg danych Statistisches Bundesamt Deutschland liczba pracujących wyniosła w grudniu 2013 r. 41 966 tys. osób, o 24 tys. więcej niż miesiąc wcześniej i o 257 tys. więcej niż w grudniu 2012 r.

Wykres 22. Indeksy BA-X i liczba pracujących w Niemczech (w mln mieszkańców)



Źródło: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt Deutschland, Ifo.

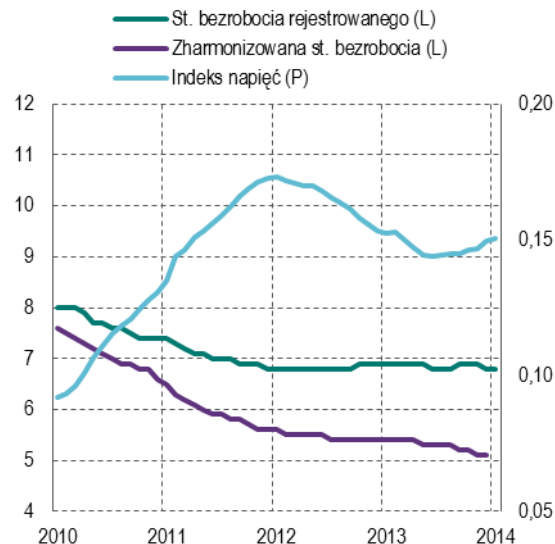
- o **Relatywnie wysokie poziomy wskaźników obrazujących plany przedsiębiorstw dotyczących zatrudnienia.** W styczniu br. indeks BA-X osiągnął najlepszy od roku wynik (156 pkt.) a liczba wakatów utrzymała się na wysokim poziomie z poprzedniego miesiąca. W styczniu br. komponent PMI Composite dot. zatrudnienia utrzymał się po raz trzeci z rzędu powyżej wartości referencyjnej (notując wynik 51,6 pkt). Komponenty PMI dot. zatrudnienia wskazywały na wzrost zatrudnienia we wszystkich sektorach¹⁸.

- **Utrzymującą się rekordowo niską stopę bezrobocia.** Zarówno zharmonizowana stopa bezrobocia, jak i stopa bezrobocia rejestrowanego pozostają stabilne (na poziomie odpowiednio 5,1% w grudniu ub.r. oraz 6,8% w styczniu br.; por. Wykres 23). Towarzysząca rosnącej aktywności zawodowej wzrostowa tendencja liczby zarejestrowanych bezrobotnych wyhamowała na przełomie roku, a w styczniu br. odnotowano spadek liczby zarejestrowanych bezrobotnych o

¹⁸ W szczególności komponent PMI Manufacturing dot. zatrudnienia osiągnął najlepszy od dwóch lat wynik 51,7 pkt (50,9 pkt w grudniu ub.r.).

22 tys. (co stanowiło największy spadek w ujęciu m/m od kwietnia 2011 r.).

Wykres 23. Stopa bezrobocia (%) i indeks napięć¹⁹ w Niemczech



Źródło: Statistisches Bundesamt Deutschland.

- o **Kolejny wzrost liczby przepracowanych godzin** (o 0,6% kw/kw w III kw. 2013 r. wobec 1,2% kw/kw w II kw.), obserwowany we wszystkich sektorach poza rolnictwem.

Silny wzrost popytu na pracę ma umiarkowane przełożenie na presję płacową ze względu na rosnącą podaż pracy. Wyraźny wzrost podaży pracy w ub.r. w Niemczech²⁰ wiązać należy z silnie dodatnim saldem migracji netto. W świetle danych Statistisches Bundesamt Deutschland, w I poł. 2013 r. do Niemiec napłynęło 555 tys. osób (wzrost o 55 tys. w stosunku do I poł. 2012 r.), a saldo migracji wzrosło ze 186 tys. do 206 tys. osób. Głównymi źródłami imigracji były kraje regionu EŚW (Polska, Bułgaria, Rumunia, Węgry) oraz kraje

¹⁹ Indeks napięć (indeks V/U, *vacancies to unemployment*) to stosunek liczby wakatów do liczby bezrobotnych. Jego wzrost oznacza wyższe prawdopodobieństwo znalezienia pracy przez bezrobotnego i spadek szans na zapelnienie wakatów przez pracodawcę. Ma to również przełożenie na siłę przetargową pracownika.

²⁰ W pierwszych trzech kwartałach 2013 r. liczba aktywnych zawodowo była przeciętnie wyższa o 260 tys. niż w pierwszych trzech kwartałach 2012 r.

Południa strefy euro (Włochy i Hiszpania). Choć te ostatnie zanotowały silny wzrost liczby wyjazdów do Niemiec (odpowiednio o 38,5% i 29,9% r/r), to w liczbach bezwzględnych imigracja z Południa ma znacznie mniejsze znaczenie niż z regionu EŚW²¹.

Dane LFS²² wskazują na stopniową reorientację gospodarki niemieckiej w kierunku sektora usług.

Wzrost liczby pracujących w sektorze usług rynkowych²³ (o 134 tys. w okresie od III kw. 2012 r. do III kw. 2013 r.) odpowiadał za ponad 50% całkowitego przyrostu liczby pracujących w niemieckiej gospodarce. Natomiast zatrudnienie w przemyśle (odpowiadającym za ok. 19% zatrudnienia ogółem) wzrosło w tym okresie zaledwie o 7 tys. osób.

Nastroje gospodarcze

Odczyty wskaźników obrazujących ogólną aktywność gospodarczą zgodnie potwierdzają, że niemiecka gospodarka znajduje się na ścieżce wzrostu gospodarczego. PMI Composite w styczniu br. osiągnął najwyższy od I poł. 2011 r. poziom 55,5 pkt, wobec 55 pkt. w grudniu ub.r. (por. Wykres 24). W trendzie wzrostowym znajduje się także wskaźnik ESI²⁴, który w styczniu wzrósł do 106,7 pkt, wobec 106 w grudniu i 105,7 w listopadzie ub.r. W styczniu 2014 r. odnotowano również poprawę oczekiwań i oceny bieżącej sytuacji wg wskaźnika Instytutu Ifo (wzrosty odpowiednio do 112,4 oraz 108,9 ze 111,6 oraz 107,4 w grudniu ub.r.; por. Wykres 6).

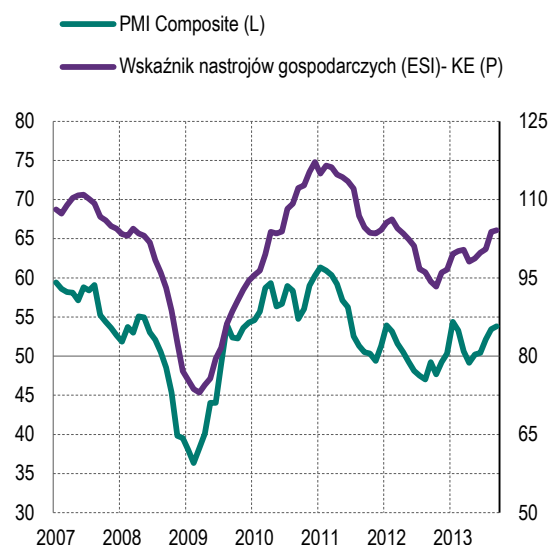
²¹ W I poł. 2013 r. imigracja z Włoch wyniosła 27,9 tys., a z Hiszpanii 19 tys. Dla porównania, imigracja z Polski wyniosła 96,5 tys., a łącznie z czterech wymienionych krajów EŚW- 220,2 tys., co stanowi 40% całego napływu ludności do Niemiec w tym okresie.

²² LFS – *Labour Force Survey*.

²³ Sekcje J-N wg klasyfikacji NACE Rev.2: Informacja i komunikacja; Działalność finansowa i ubezpieczeniowa; Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości; Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna oraz Działalność w zakresie usług administrowania i działalność wspierająca.

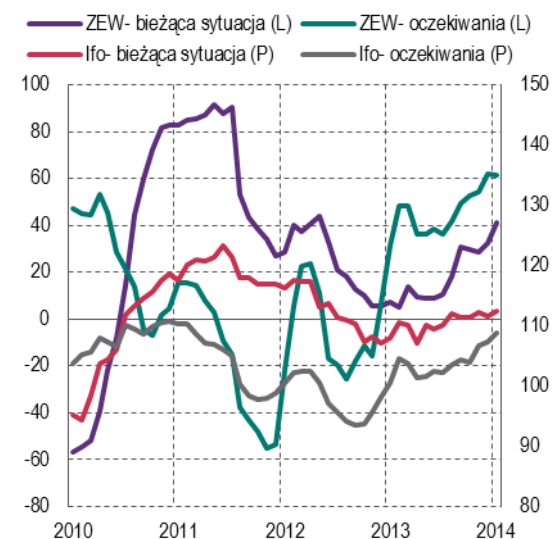
²⁴ Indeks obejmuje nastroje w przemyśle, usługach, handlu, sprzedaży detalicznej i budownictwa oraz nastroje konsumenckie.

Wykres 24. Ogólne nastroje gospodarcze w Niemczech



Źródło: Markit Economics, Komisja Europejska.

Wykres 25. Wskaźniki nastrojów gospodarczych dla przemysłu i handlu Niemiec (Instytut Ifo, Centrum ZEW)



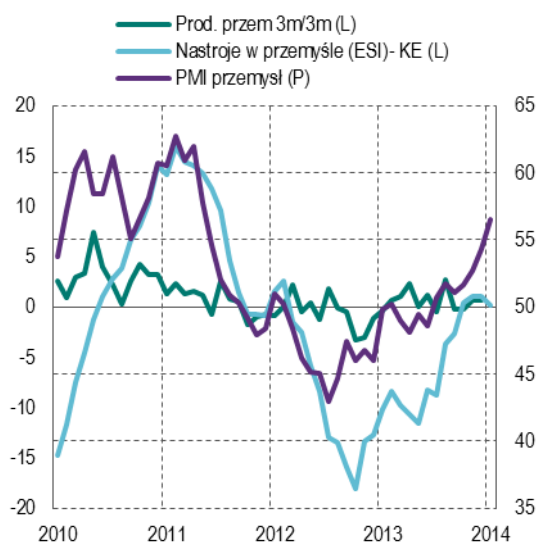
Źródło: Instytut Ifo, Instytut ZEW.

Produkcja i koniunktura w przemyśle

Ostatnie dane dotyczące produkcji sprzedanej przemysłu potwierdzają, że wyhamowanie jej wzrostu na przełomie III i IV kw. 2013 r. miało charakter przejściowy. Dzięki bardzo dobrym wynikom z listopada, produkcja przemysłowa wzrosła w IV kw. ub.r. o 0,4% kw/kw i 2,7% r/r. Po trzech z rzędu kwartałach wzrostu, obniżyła się produkcja sprzedana dóbr kapitałowych oraz dóbr konsumpcyjnych trwałych (odpowiednio o 0,5% i 1,5% kw/kw). Wzrosła natomiast produkcja sprzedana dóbr pośrednich oraz nietrwałych dóbr konsumenckich. W ujęciu r/r odnotowano istotnie dodatnią dynamikę we wszystkich wymienionych grupach towarowych.

Odczyty wskaźników koniunktury sygnalizują utrzymanie się pozytywnych trendów w zakresie produkcji przemysłowej. Wskaźnik PMI dla przemysłu przetwórczego wzrósł z 54,3 pkt w grudniu ub.r. do 56,5 pkt w styczniu br., osiągając tym samym najwyższą wartość od dwóch i pół roku (por. Wykres 26). W styczniu br. wskaźnik nastrojów Komisji Europejskiej obniżył się wprawdzie nieco w stosunku do poprzedniego miesiąca (do 0,1 pkt z 1 pkt), jednak pozostał istotnie wyższy niż długookresowa średnia.

Wykres 26. Produkcja sprzedana przemysłu i nastroje producentów w Niemczech

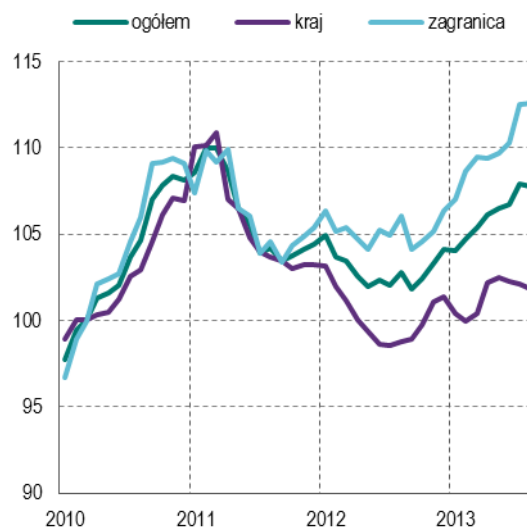


Źródło: Eurostat, Markit Economics.

Podobne sygnały płyną z odczytów wskaźników obrazujących napływ nowych zamówień do przemysłu. W styczniu br. wskaźnik PMI dla nowych zamówień w przemyśle przetwórczym kontynuował tendencję wzrostową, osiągając poziom najwyższy od kwietnia 2011 r. Sprzyjał temu utrzymujący się wzrost zamówień eksportowych. W świetle danych Statistisches Bundesamt Deutschland napływ nowych zamówień do przemysłu w IV kw. ub.r. wyniósł 1,2% kw/kw i 4,8% r/r w efekcie wzrostu zamówień eksportowych (por. Wykres 27).

Dane z sektora przemysłowego sygnalizują rosnącą potrzebę inwestycji rozbudowujących moce produkcyjne firm. Ocena wykorzystania mocy produkcyjnych, zarówno wg ankiet Komisji Europejskiej, jak i subkomponentu PMI wskazuje na kontynuację jego wzrostu. Wg ankiet Markit Economics od czerwca ub.r. znajduje się ono w trendzie wzrostowym i zbliżyło się ono do poziomu z I poł. 2011 r.

Wykres 27. Indeks napływu nowych zamówień do przemysłu w Niemczech (2010 r.=100, 3-miesięczna średnia ruchoma)



Źródło: Statistisches Bundesamt Deutschland.

Produkcja i koniunktura w budownictwie

W sektorze budowlanym, po dwóch kwartałach wyraźnego wzrostu produkcji sprzedanej, w IV kw. ub.r. nastąpiło oczekiwane spowolnienie aktywności w tym sektorze. Odzwierciedlenie w twardych danych znalazła więc malejąca w II poł. 2013 r. liczba nowych pozwoleń budowlanych. Spadek produkcji budowlano-montażowej w IV kw. ub.r. o 0,8% kw/kw wynikał z niższej o 1,1% kw/kw produkcji w dziale Wznoszenie budynków. Równocześnie w IV kw. ub.r. produkcja budowlano-montażowa była wyższa niż w IV kw. 2012 r. o 2,3%.

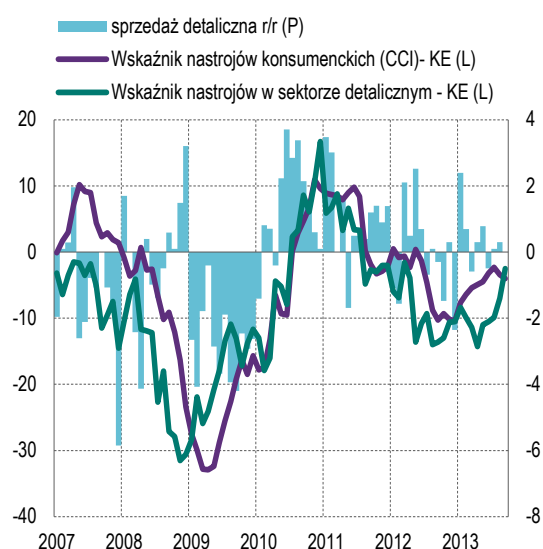
Biorąc pod uwagę wyniki badań koniunktury, można przypuszczać, że także w I kw. br. dynamika aktywności w budownictwie pozostanie poniżej wysokich poziomów z II i III kw. 2013 r. Wskaźnik PMI dla budownictwa obniżył się w styczniu br. z 53,7 pkt do 52,5 pkt. Komponent dot. nowych zamówień spadł z 47,3 pkt do 45,2 pkt, poziomu najniższego od kwietnia ub.r. Również odczyty ankiet Komisji Europejskiej wskazują na pogorszenie się krótkoterminowych perspektyw dla tego sektora. W styczniu br. wskaźnik KE obniżył się z rekordowego poziomu -2,3 pkt do -7 pkt z uwagi na mniejszy niż w poprzednich miesiącach napływ nowych zamówień.

Równocześnie perspektywy dla sektora budownictwa w dalszej części 2014 r. pozostają pozytywne, przy czym oczekiwania dotyczące aktywności budownictwa komercyjnego są korzystniejsze niż te dotyczące budownictwa mieszkaniowego. O ile PMI dla budownictwa komercyjnego w styczniu 2013 r. po raz dziewiąty z rzędu był wyższy od wartości referencyjnej, o tyle komponent PMI dot. aktywności gospodarczej w budownictwie mieszkaniowym po raz trzeci z rzędu znalazł się poniżej wartości referencyjnej. Koniunkturę na rynku mieszkaniowym w 2014 r. powinny jednak wspierać czynniki fundamentalne (dobra sytuacja na rynku pracy i dodatnie saldo migracji) oraz rosnące ceny nieruchomości i czynsze, jak również korzystne warunki finansowania zakupu nieruchomości.

Sprzedaż detaliczna i koniunktura konsumencka

Rośnie optymizm niemieckich konsumentów, wspierany korzystnymi uwarunkowaniami dla wzrostu dochodów z pracy. Wskaźnik koniunktury konsumenciej (CCI) osiągnął w styczniu br. poziom -0,8 pkt wobec -2,8 średnio w IV kw. 2013 r. Jest to najlepszy wynik od maja 2012 r. W stosunku do poprzednich kwartałów, w szczególności poprawiły się oceny ogólnego klimatu gospodarczego (obecnie i w perspektywie 12 miesięcy) oraz bieżących i przyszłych dochodów. Także rosnąca liczba respondentów planujących zakup trwałych dóbr konsumpcyjnych jest pozytywnym sygnałem dla spożycia indywidualnego w kolejnych kwartałach.

Wykres 28. Sprzedaż detaliczna i nastroje konsumenckie w Niemczech



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska.

Dobre nastroje konsumentów jak dotąd nie znajdowały potwierdzenia w kształtowaniu się sprzedaży detalicznej. W IV kw. ub.r. odnotowano jej spadek o 0,9% kw/kw i 0,1% r/r. Badania ankietowe dot. koniunktury w handlu detalicznym dostarczają jednak pozytywnych sygnałów dotyczących krótkookresowych perspektyw tego sektora. Ankiety Komisji Europejskiej wskazują, że w styczniu 2014 r. nastroje w sektorze detalicznym ponownie poprawiły się, osiągając najwyższy poziom od lipca 2011 r. (wzrost z -3,7 pkt do 1,2 pkt; por. Wykres 28). Respondenci wskazali na poprawę bieżącej i oczekiwanej

sytuacji gospodarczej oraz na planowany wzrost zatrudnienia. Także wskaźnik PMI dla sprzedaży detalicznej wzrósł w styczniu br. do 53,1 pkt z 50,8 pkt miesiąc wcześniej, po raz szósty z rzędu sygnalizując wzrost aktywności.

Inflacja

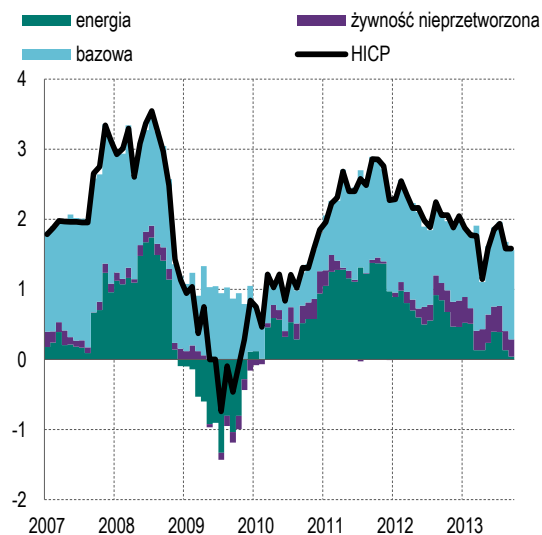
W warunkach umiarkowanego wzrostu konsumpcji prywatnej oraz płac, kształtowanie się cen dóbr konsumpcyjnych nie wskazuje na istotną presję inflacyjną w gospodarce niemieckiej. Dynamika płac negocjowanych (na godzinę, po wyłączeniu premii i dodatków), po osiągnięciu minimum w czerwcu ub.r. (1,8% r/r), zwiększyła się do 2,2% r/r w listopadzie ub.r. Brak istotnej presji płacowej i popytowej znajduje odzwierciedlenie w kształtowaniu się inflacji bazowej (po wyłączeniu cen energii i żywności nieprzetworzonej), która po przejściowym wzroście do 1,9% r/r w listopadzie ub.r., w grudniu ub.r. obniżyła się do 1,2% r/r. Spadek inflacji bazowej odpowiadał za cały spadek inflacji HICP, która obniżyła się ponownie do poziomu 1,2% r/r (wobec 1,6% r/r w listopadzie i 1,2% w październiku). W styczniu br. dynamika zharmonizowanego wskaźnika cen konsumenckich utrzymała się na poziomie 1,2% r/r.

Utrzymaniu umiarkowanego poziomu inflacji w Niemczech sprzyjają także uwarunkowania zewnętrzne. Aprecjacja euro w stosunku do głównych walut, wraz z relatywnie niskimi cenami surowców, przełożyły się na obserwowany od I kw. 2013 r. spadek deflatora importu. W III kw. ub.r. ceny dóbr importowanych były niższe o 2,4% niż w III kw. 2012 r. Ogółem w 2013 r. deflator importu obniżył się o 1,9% r/r wobec wzrostu o 1,7% r/r w 2012 r.

W warunkach umiarkowanego popytu, na dynamikę cen producentkich wpływają głównie malejące ceny surowców i półproduktów. Dynamika wskaźnika PPI była w grudniu 2013 r. ujemna po raz piąty z rzędu (por. Wykres 30). Ceny produkcji sprzedanej obniżyły się o 0,4% r/r (w listopadzie ub.r. o 0,7% r/r). Dynamika PPI po wyłączeniu cen energii wyniosła -0,2% r/r, podczas gdy od początku II kw. 2013 r. wynosiła 0,3%-0,4% r/r. Oznacza to kontynuację obserwowanej od roku tendencji spadkowej.

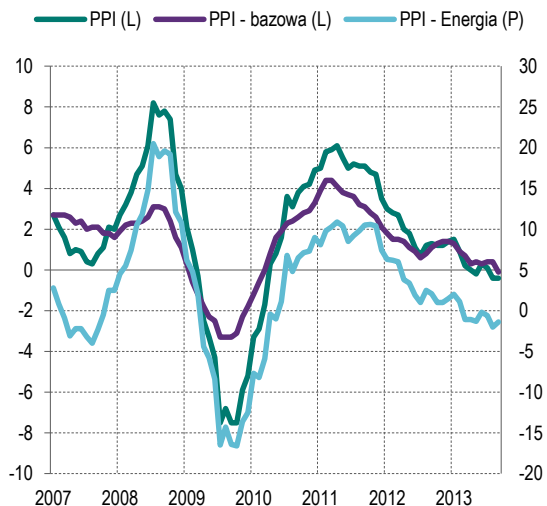
Dodatkowo w grudniu 2013 r. ceny energii obniżyły się o 1,1% r/r. Był to dziesiąty z rzędu spadek tego wskaźnika w ujęciu r/r.

Wykres 29. Inflacja HICP w Niemczech (% r/r)



Źródło: Eurostat.

Wykres 30. Inflacja PPI w Niemczech (% r/r)



Źródło: Eurostat.

Spadkowa tendencja cen producentkich znajduje odzwierciedlenie w cenach dóbr eksportowanych. Niższa niż w 2012 r. dynamika płac, jak również spadek cen importowanychy subkomponentów poprawiły krótkookresową konkurencyjność cenową Niemiec. W III kw. ub.r. deflator eksportu obniżył się o 0,5% kw/kw, po spad-

kach o 0,2% i 0,1% w I i II kw. ub.r. Łącznie w 2013 r. deflator eksportu obniżył się o 0,5% r/r (po wzroście o 1,3% r/r w 2012 r.).

Prognozy

Prognozy dot. sytuacji gospodarczej w Niemczech zakładają zgodnie przyspieszenie dynamiki PKB w latach 2014-2015 (por. Tabela 5). Głównym motorem wzrostu ma pozostać, podobnie jak w ub.r. popyt krajowy. W szczególności, po dwóch latach spadków, dodatnią dynamikę mają odnotować nakłady brutto na środki trwałe, w szczególności na maszyny i urządzenia. Ożywieniu sprzyjać ma zmniejszająca się niepewność dotycząca perspektyw popytu i sytuacji gospodarczej w strefie euro. MFW, Bundesbank oraz Komisja Europejska zrewidowały nieznacznie w górę prognozy wzrostu PKB w 2014 r. i 2015 r., głównie na skutek lepszych perspektyw dla inwestycji. Równocześnie, wraz z oczekiwanym przyspieszeniem wzrostu aktywności gospodarczej na świecie w stosunku do 2013 r., odbicie ma zanotować także dynamika eksportu. Towarzyszyć ma temu niewielkie zmniejszenie się wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Procesowi reorientacji gospodarki niemieckiej w stronę rynku krajowego powinny sprzyjać ustalenia koalicyjne z listopada i grudnia 2013 r. Dotyczą one m.in. zwiększenia nakładów publicznych na edukację i naukę, wsparcia budownictwa socjalnego oraz wprowadzenia od 2015 r. krajowej minimalnej płacy godzinowej w wysokości 8,5 EUR. Równocześnie podkreślić należy, że w świetle umowy koalicyjnej nie należy spodziewać się radykalnych zmian w polityce gospodarczej.

Czynniki ryzyka dla wzrostu PKB Niemiec związane są głównie z sytuacją w otoczeniu zewnętrznym tej gospodarki. Wśród nich można wskazać w szczególności na ryzyko powrotu napięć na rynki finansowe strefy euro, które zahamowałyby powolne ożywienie w regionie.

Prognozy ośrodków zewnętrznych zakładają utrzymanie się relatywnie niskiej presji inflacyjnej w

Niemczech. Oczekuje się, że w 2014 r. inflacja pozostanie na poziomie zbliżonym do obserwowanego 2013 r. (1,6%). Jej wzrost będzie ograniczany przez umiarkowane tempo wzrostu płac oraz niskie ceny energii²⁵. Jednocześnie oczekuje się niewielkiego przyspieszenia wzrostu cen w 2015 r., wraz z postępującym wzrostem popytu krajowego.

²⁵ Niższe światowe ceny surowców w 2013 r. pomogły ograniczyć wzrost cen energii dla gospodarstw domowych wynikający ze zmiany *energy-mix* w kierunku energii ze źródeł odnawialnych.

Tabela 5 Prognozy makroekonomiczne dla Niemiec

	2013	2014	2015	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
realny PKB, % r/r							
MFW (01-14)	0,5	1,6	1,4				
KE (11-13)	0,5	1,7	1,9	1,6	2,0	1,6	1,7
Bloomberg (01-14)	0,5	1,7	1,9	1,5	1,9	1,6	1,8
Bundesbank (12-13)	0,5	1,7	2,0				
HICP, %, r/r							
MFW (10-13)	1,6	1,8	1,8				
KE (11-13)	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Bloomberg (01-14)	1,6	1,6	1,9	1,3	1,4	1,6	1,5
Bundesbank (12-13)	1,6	1,3	1,5				

Wielka Brytania

- **Umacnia się ożywienie w gospodarce brytyjskiej (wzrost PKB o 0,8% kw/kw oraz o 0,7% odpowiednio w III kw. i IV kw. 2013 r.)**
- **Motorem wzrostu jest popyt wewnętrzny, w szczególności konsumpcja prywatna.**
- **Wyraźny spadek stopy bezrobocia do 7,1% w listopadzie ub.r. Dane sondażowe potwierdzają silny wzrost popytu na pracę i sugerują możliwe przyspieszenie wzrostu płac.**
- **Wskaźniki nastrojów producentów i konsumentów – mimo spadku w ostatnich miesiącach – pozostają na wysokich poziomach.**
- **Kontynuacja ożywienia na rynku nieruchomości: rekordowo wysoka liczba transakcji przy wzroście cen o 5,5% r/r.**
- **Głębszy od oczekiwań spadek inflacji (do 2% w grudniu ub.r.)**
- **Znacząca rewizja prognoz PKB (w górę) i inflacji (w dół) na 2014 r. i 2015 r.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Dane dotyczące PKB wskazują na umacniające się ożywienie gospodarki brytyjskiej. W III kw. ub.r. tempo wzrostu PKB utrzymało się na wysokim poziomie z poprzedniego kwartału (0,8% kw/kw). Pierwszy szacunek wskazuje, że również w IV kw. ub.r. jego dynamika pozostała wysoka, wynosząc 0,7% kw/kw.

Podstawą ożywienia jest rosnący popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych. Zgodnie z utrzymującą się od początku 2013 r. tendencją, spożycie indywidualne wzrosło istotnie w III kw. ub.r. Wyższej konsumpcji sprzyjała poprawa nastrojów oraz korzystne warunki kredytowe. Przy niskiej dynamice dochodów realnych, rosnącej konsumpcji towarzyszyła niższa niż w 2012 r. stopa oszczędności.

Ożywieniu aktywności towarzyszą pozytywne tendencje na rynku pracy. Stopa bezrobocia w listopadzie 2013 r. wyniosła 7,1%, czyli o 0,6 pkt proc. mniej

niż w sierpniu ub.r. Choć roczna dynamika płac pozostaje niska, to agencje zatrudnienia sygnalizują spadek dostępności pracowników oraz dynamiczny wzrost płac u osób nowozatrudnionych. Jest to pozytywnym sygnałem odnośnie do kształtowania się przyszłych dochodów z pracy, a tym samym trwałości ożywienia konsumpcji gospodarstw domowych.

Wskaźniki nastrojów gospodarczych wskazują na utrzymujący się optymizm konsumentów i przedsiębiorców. Mimo iż część wskaźników spadła w ostatnich miesiącach 2013 r., to w dalszym ciągu ich wartości są bliskie rekordowym poziomom z III kw. ub.r.

Utrzymuje się poprawa koniunktury na rynku nieruchomości. Źródłem optymizmu mogą być odczyty wskaźnika PMI dla budownictwa oraz rekordowo wysokie: wolumen udzielonych kredytów hipotecznych i liczba transakcji na rynku nieruchomości. W ocenie Banku Anglii ożywienie na rynku nieruchomości ma trwały charakter, co pozwala na ograniczenie subsydiów do kredytów hipotecznych w ramach programu *Funding for Lending Scheme*. Od 2014 r. subsydiami objęte mają być jedynie kredyty dla przedsiębiorstw.

Mimo oczekiwanej dalszej poprawy koniunktury, istnieje szereg czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego. Niekorzystnymi sygnałami dotyczącymi trwałości obserwowanego w ostatnich kwartałach tempa wzrostu gospodarczego są słabe tempo wzrostu eksportu oraz niska dynamika płac realnych i produktywności pracy. Jednocześnie, czynnikiem niepewności odnośnie do trwałości obecnego przyspieszenia PKB jest niskie tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw. W tym kontekście niepokojącym sygnałem jest wyraźny spadek wartości kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w IV kw. ub.r. (o 1,7% kw/kw), który odzwierciedla słabość popytu inwestycyjnego firm.

Mimo szybkiego spadku stopy bezrobocia, w najbliższym okresie najprawdopodobniej nie dojdzie

do zacieśnienia polityki pieniężnej. Dotychczasowe *forward guidance* wskazywało, że polityka pieniężna może zostać zacieśniona, jeżeli stopa bezrobocia spadnie poniżej 7%. Próg ten może zostać osiągnięty w najbliższych miesiącach, w związku z czym wzrosła niepewność co do przyszłej polityki Banku Anglii. Mając to na uwadze, w *Raporcie o inflacji* Banku Anglii z lutego br. przedstawione zostały perspektywy dla polityki pieniężnej. Mniejszą rolę w ocenie stanu gospodarki ma odgrywać stopa bezrobocia, a większą takie czynniki jak luka popytowa, wydajność pracy i płace. Jednocześnie podkreślono, że stopa bezrobocia dalej znajduje się powyżej poziomu średniokresowej równowagi a w gospodarce istnieją wolne moce produkcyjne. W raporcie zasygnalizowano możliwość podwyżki stóp procentowych w drugim półroczu 2015 r.²⁶

Wzrost gospodarczy

Tempo wzrostu PKB Wielkiej Brytanii w II poł. 2013 r. utrzymało się na relatywnie wysokim poziomie zanotowanym w II kw. ub.r., kształtując się powyżej wcześniejszych oczekiwań. W III kw. 2013 r. PKB Wielkiej Brytanii wzrósł o 0,8% kw/kw i 1,9% r/r. Za wzrost PKB w całości odpowiadał popyt wewnętrzny, w szczególności spożycie indywidualne i zmiana stanu zapasów. W przeciwieństwie do dwóch poprzednich kwartałów, wkład eksportu netto w III kw. ub.r. okazał się ujemny²⁷. Dane dotyczące wartości dodanej brutto wskazują, że ożywienie aktywności objęło wszystkie sektory, z wyłączeniem rolnictwa. WDB wzrosła o 0,8% kw/kw w usługach, 2,6% w budownictwie i 0,8% w przemyśle. Zgodnie ze wstępnymi szacunkami Brytyjskiego Urzędu Statystycznego (ONS) PKB w IV kw. 2013 r. wzrosło o 0,7% kw/kw.

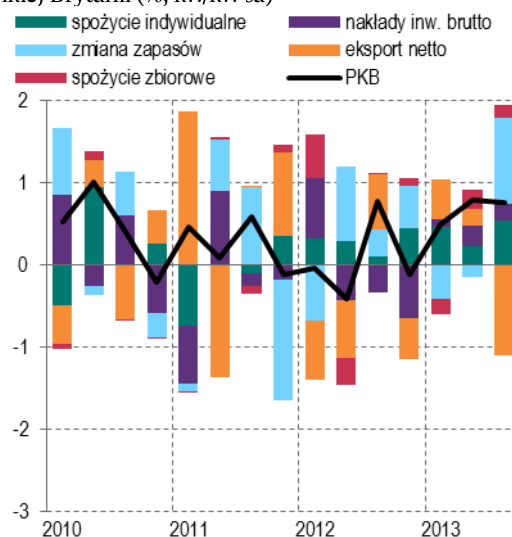
Największy dodatni wkład do zmiany PKB w III kw. wniosła zmiana stanu zapasów (por. Wykres 31 i

²⁶ Zastrzeżono również, że ilość aktywów finansowych posiadanych przez Bank Anglii nie zostanie zredukowana przed podniesieniem stóp procentowych.

²⁷ Przy okazji publikacji danych za III kw. 2013 r. zrewidowane zostały szacunki dynamiki PKB w 2012 r. z 0,1% do 0,3% oraz w pierwszych dwóch kwartałach 2013 r. o 0,1 pkt proc. w każdym. Korekty dotyczyły przede wszystkim danych o konsumpcji prywatnej.

tabela 6). Zapasy rosły przede wszystkim w sektorze handlu i dystrybucji, spadały natomiast w przemyśle. Niemal 1/3 wzrostu w kategorii zapasów było jednak związane ze statystyczną korektą równoważącą rachunek PKB od strony tworzenia i wydatków.

Wykres 31. Dynamika oraz struktura tworzenia PKB w Wielkiej Brytanii (% kw/kw sa)



Źródło: Eurostat.

Motorem wzrostu gospodarczego pozostaje spożycie indywidualne. W III kw. ub.r. jego dynamika (w ujęciu kw/kw) osiągnęła najwyższy poziom od II kw. 2010 r. Niższa od dynamiki spożycia okazała się dynamika realnych dochodów rozporządzalnych gospodarstw danych, wynosząc w III kw. ub. r. 0,5% kw/kw.

Wzrost PKB jest wspierany także przez rosnące nakłady brutto na środki trwałe, choć ich dynamika pozostaje słaba. W III kw. ub.r. ich dynamika (kw/kw) nieznacznie się obniżyła, kształtując się poniżej oczekiwań Banku Anglii. W przeciwieństwie do poprzedniego kwartału, w III kw. ub.r. wyraźnie wzrosły inwestycje przedsiębiorstw (2,0%), a w mniejszym stopniu inwestycje mieszkaniowe gospodarstw domowych (0,7%). Niska dynamika nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw jest czynnikiem niepewności co do podstaw obecnego przyspieszenia PKB. Sondaże dotyczące planów inwestycyjnych przedsiębiorstw dają

jednak podstawy do ostrożnego optymizmu. Przedsiębiorstwa oczekują, że w 2014 r. poprawie ulegną uwarunkowania w każdym z badanych obszarów, tj. popytowe, finansowe, techniczne (m.in. dostępność siły roboczej) i inne. Jednocześnie na przestrzeni ostatnich 3 miesięcy 2013 r. wzrosły oczekiwania przedsiębiorstw co do przyszłej sprzedaży i cen²⁸. Wzrostowi popytu inwestycyjnego sprzyjać powinno także poluzowanie polityki kredytowej, planowane przez banki w I kw. 2014 r.

Ujemny wpływ na dynamikę PKB w III kw. ub.r. miało saldo wymiany z zagranicą. W ujęciu kw/kw eksport spadł o 3%, natomiast import wzrósł o 0,7%. Za ok. ¾ spadku eksportu odpowiadał spadek sprzedaży dóbr. Dynamika eksportu dóbr do krajów Unii Europejskiej wyniosła -1%, natomiast do krajów pozostałych -9%.

Tabela 6. Dynamika PKB w Wielkiej Brytanii (kw/kw, sa)

	IV.12	I.13	II.13	III.13
PKB (%)	-0,1	0,5	0,8	0,8
Spożycie indywidualne (%)	0,7	0,7	0,4	0,8
Spożycie zbiorowe (%)	0,4	-0,8	1,1	0,7
Nakłady brutto na śr. trwałe (%)	-4,5	0,7	1,7	1,5
Zmiana zapasów (wkład; pkt proc.)	0,5	-0,4	-0,2	1,0
Eksport (%)	-1,9	-0,2	3,3	-3,0
Import (%)	-0,2	-1,7	2,5	0,7
Eksport netto (wkład; pkt proc.)	-0,5	0,5	0,2	-1,1
Dochody do dyspozycji gosp. domowych per capita (%)	-1,4	-1,5	3,4	0,5

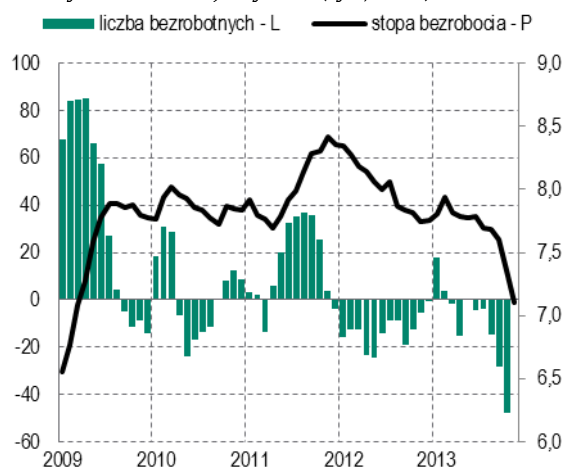
Źródło: Eurostat, ONS.

Rynek pracy

Silny spadek stopy bezrobocia w IV kw. ub.r. był jednym z największych zaskoczeń z gospodarki brytyjskiej. W listopadzie 2013 r. stopa bezrobocia wyniosła 7,1%, czyli o 0,3 pkt proc. mniej niż w październiku i 0,6 pkt proc. mniej niż przed trzema miesiącami. Jest to najniższa wartość od kwietnia 2009 r. W okresie od września do listopada ub.r. liczba bezrobot-

nych spadła o 90 tys., podczas gdy łącznie w pierwszych 8 miesiącach 2013 r. spadek wyniósł 2,7 tys.

Wykres 32. Stopa bezrobocia (%) i zmiana liczby bezrobotnych w Wielkiej Brytanii (tys., m/m)



Źródło: Eurostat, ONS

Spadek bezrobocia następuje w warunkach rosnącego zatrudnienia i aktywności zawodowej. Stopa zatrudnienia w listopadzie ub.r. była o 0,5 pkt proc. wyższa niż w sierpniu ub.r. i wyniosła 72,1%. W tym samym czasie odsetek nieaktywnych zawodowo wśród osób w wieku produkcyjnym spadł o 0,1 pkt proc. do poziomu 22,2%. Wzrost zatrudnienia w największym stopniu dotyczył pracowników tymczasowych. Jednocześnie spadła liczba pracowników tymczasowych deklarujących brak możliwości znalezienia stałej pracy. Zatrudnienie rośnie przede wszystkim w usługach. Na sektor ten przypadło 2/3 utworzonych miejsc pracy w okresie od września do listopada ub.r.

Rosnący popyt na pracę znalazł odzwierciedlenie także we wzroście przeciętnej liczby przepracowanych godzin. W III kw. 2013 r. wyniosła ona 32,1 h tygodniowo, co odpowiada przeciętnym wartościom notowanym przed kryzysem finansowym. Dynamiczny wzrost liczby przepracowanych godzin widoczny jest przede wszystkim w przypadku kobiet.

Dane sondażowe wskazują, że wysoki popyt na pracę utrzymuje się także na początku br. W styczniu br. agencje rynku pracy odnotowały rekordowy po 1998 r. wzrost popytu na pracę. Jednocześnie wyraźnie

²⁸ Zgodnie z wynikami badań *Business Climate Indicator* oraz *Investment Survey* przeprowadzanych przez Komisję Europejską.

spadła raportowana przez agencje dostępność pracowników.

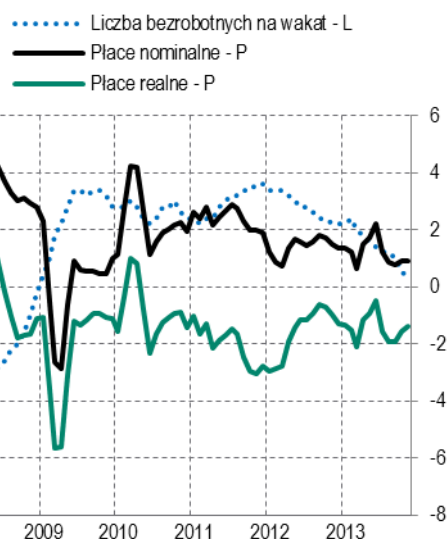
Wykres 33. Stopy zatrudnienia i nieaktywności zawodowej w Wielkiej Brytanii (%)



Źródło: ONS

Utrzymuje się ujemna roczna dynamika wynagrodzeń realnych, jednak dane sondażowe sygnalizują możliwy wzrost płac w krótkim okresie. W listopadzie ub.r. tempo wzrostu przeciętnych płac realnych w brytyjskiej gospodarce wyniosło -1,4% r/r (por. wykres 34). Skala spadku płac realnych zmniejsza się od sierpnia ub.r. w ślad za obniżeniem się inflacji, podczas gdy tempo wzrostu wynagrodzeń nominalnych utrzymywało się na niezmiennym poziomie ok. 0,9%. Spadek dostępności pracowników przełożył się na dynamiczny wzrost płac osób nowozatrudnionych raportowany przez agencje pośrednictwa pracy. Na możliwość nasilenia się presji płacowej wskazuje także malejąca relacja liczby bezrobotnych do liczby wakatów. W listopadzie 2013 r. wyniosła ona 4,1, w porównaniu z 5,1 w listopadzie 2012 r. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że wartość tego współczynnika w dalszym ciągu kształtuje się powyżej średniej z okresu 1998-2007 r., która wyniosła 2,4 (por. wykres 34).

Wykres 34. Jednostkowe koszty pracy (% r/r)



Źródło: Eurostat, ONS

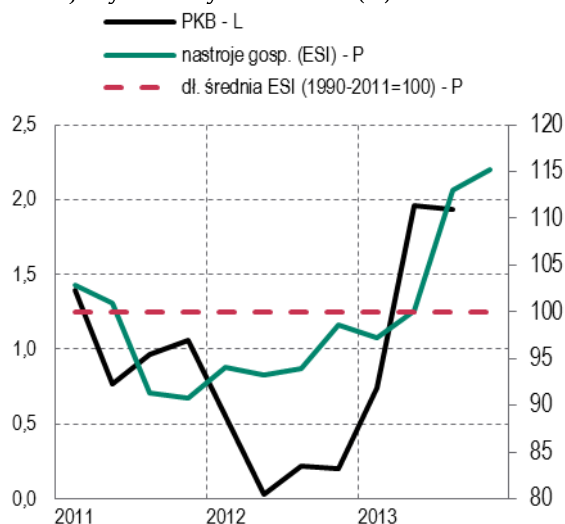
Nastroje gospodarcze

Odczyty wskaźników obrazujących ogólne nastroje gospodarcze wykazują zróżnicowane tendencje. Z jednej strony, wskaźnik ESI wskazuje na umacnianie się optymistycznych nastrojów gospodarczych. W IV kw. ub.r. wyniósł on średnio 115,3, a więc o ponad 2 pkt więcej od rekordowego odczytu z III kw. ub.r. Za wzrostem ESI stała poprawa wskazań dla wszystkich badanych sektorów, z wyjątkiem sprzedaży detalicznej²⁹. Największą poprawę nastrojów odnotowano w sektorze usług. Po stabilizacji ESI w listopadzie i grudniu ub.r., w styczniu br. odnotowano ponownie jego wyraźny wzrost. Z drugiej strony, wskaźnik PMI w IV kw. 2013 r. pozostał na średnim poziomie z III kw. ub.r. (60,4 pkt). Wpływ poprawy wskaźnika w sektorze budowlanym w IV kw. ub.r. na wartość zagregowanego PMI został zniwelowany przez spadek indeksu w przemyśle przetwórczym. Dane miesięczne wskazują na tendencję spadkową PMI: w styczniu br. wartość indek-

²⁹ Wskaźnik obejmuje nastroje w przemyśle, usługach, handlu, sprzedaży detalicznej i budownictwie oraz nastroje konsumencie.

su wyniosła 58,5, wobec rekordowego odczytu 61,8 z października ub.r.

Wykres 35. Wskaźnik nastrojów gospodarczych ESI w Wielkiej Brytanii a dynamika PKB (%)



Źródło: Komisja Europejska, Eurostat

Produkcja i koniunktura w przemyśle

Dane dotyczące produkcji przemysłowej wskazują, że aktywność tego sektora wpływała pozytywnie na PKB Wielkiej Brytanii w IV kw. ub.r. Tempo wzrostu produkcji utrzymało się na poziomie zbliżonym do III kw. ub.r. Wyniosło ono odpowiednio 0,7% w grudniu ub.r. (w ujęciu 3m/3m) wobec 0,8% we wrześniu ub.r.

Wzrost produkcji widoczny jest w przypadku dóbr pośrednich i inwestycyjnych. W grudniu ub.r. dynamika produkcji dóbr pośrednich wyniosła 2%, natomiast inwestycyjnych 0,7% 3m/3m. Jednocześnie od 4 miesięcy obserwowany jest spadek produkcji dóbr konsumpcyjnych. W grudniu ub.r. wyniósł on 0,7% w ujęciu 3m/3m.

Perspektywy wzrostu produkcji przemysłowej pozostają korzystne, na co wskazują odczyty wskaźników koniunktury. Po trwającym od marca 2013 r. wzroście subkomponentu indeksu PMI dotyczącego nowych zamówień w przemyśle przetwórczym, od sierpnia ub.r. kształtuje się on na poziomie zbliżonym do 60 pkt. W styczniu br. wartość indeksu wyniosła 61,7. Stabilizacji w

IV kw. 2013 r. uległ także subkomponent PMI dotyczący wartości produkcji, podczas gdy indeks zatrudnienia utrzymuje tendencję wzrostową.

Wykres 36. Produkcja sprzedana przemysłu (%), napływ zamówień w przemyśle przetwórczym w Wielkiej Brytanii



Źródło: Eurostat, Markit Economics

Produkcja i koniunktura w budownictwie oraz usługach

Produkcja budowlano-montażowa znajduje się w trendzie wzrostowym, czemu sprzyja ożywienie na rynku nieruchomości. Po stopniowym wzroście dynamiki produkcji trwającym od poł. 2012 r., od II kw. 2013 r. kształtuje się ona na dodatnich poziomach. W listopadzie ub.r. produkcja w budownictwie wzrosła o 5,1% r/r, spadając przy tym o 4% m/m. Był to wprawdzie najgłębszy miesięczny spadek od połowy 2012 r. W świetle badań koniunktury wyhamowanie wzrostu produkcji można uznać jednak za przejściowe.

Krótkookresowy spadek produkcji nie wpłynął istotnie na nastroje w branży budowlanej. Wskaźnik PMI w styczniu br. wyniósł 64,6, wobec 62,1 w grudniu ub. r. Odnotowana wartość PMI jest najwyższą od sierpnia 2007 r. Zbliżone do rekordowych poziomów, notowanych przed kryzysem finansowym, pozostawały indeksy szczegółowe, tj. nowych zamówień, zatrudnienia i oczekiwań w budownictwie. Styczniowy wzrost PMI w budownictwie

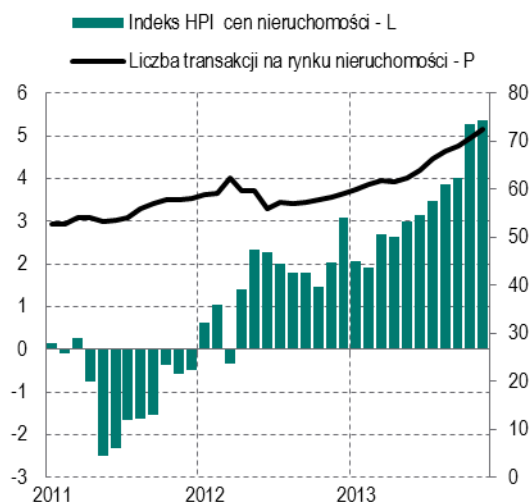
wynikał przede wszystkim z wyraźnego wzrostu napływu nowych zamówień.

Wykres 37. Produkcja budowlano-montażowa (% r/r) oraz PMI dla budownictwa



Źródło: Eurostat, Markit Economics

Wykres 38. Liczba transakcji na rynku nieruchomości (2006 r. = 100), zmiana indeksu cen nieruchomości (% r/r)



Źródło: ONS

Na kontynuację ożywienia na rynku nieruchomości wskazują dane dotyczące liczby transakcji i cen nieruchomości. Liczba zawartych transakcji o wartości powy-

żej 40 tys. funtów sięgnęła w grudniu ub.r. 103 tys., co oznacza wzrost o 30% w porównaniu z rokiem poprzednim. Wraz z rosnącym popytem rosły także ceny nieruchomości³⁰. W listopadzie 2013 r. ich dynamika wyniosła 5,3% r/r. Oznacza to kontynuację trendu trwającego od marca 2013 r., który sprawił, że nominalnie ceny nieruchomości przekroczyły poziom sprzed kryzysu.

Ożywienie na rynku nieruchomości potwierdza także wysoka dynamika liczby przyznanych kredytów hipotecznych utrzymująca się w ostatnich miesiącach 2013 r. W grudniu ub.r. przyznano 71,6 tys. kredytów mieszkaniowych, co stanowi najwyższą wartość od stycznia 2008 r. Banki potwierdzają w ankietach wzrost dostępności i poluzowanie warunków przyznawanych kredytów (spadek marż), a także zwiększenie się popytu na kredyty hipoteczne w IV kw. 2013 r.

W ocenie Banku Anglii trwałość ożywienia na rynku nieruchomości pozwala na ograniczenie subsydiów do kredytów hipotecznych. Dynamika kredytów mieszkaniowych może ulec pewnemu spowolnieniu w 2014 r. Zgodnie z zapowiedziami Banku Anglii kredyty te przestaną być bowiem subsydiowane w ramach programu *Funding for Lending Scheme*.

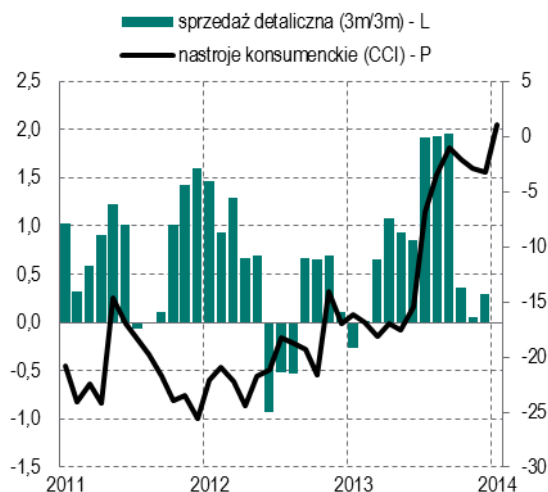
Informacje napływające z sektora usług wskazują na utrzymującą się korzystną koniunkturę, choć aktywność tego sektora może nieco spowolnić w najbliższym okresie. Wartość obrotu w usługach (w cenach bieżących) wzrosła w listopadzie ub.r. o 1,8% 3m/3m, tj. w skali zbliżonej do obserwowanej w poprzednim miesiącu, ale o ok. 2 pkt proc. mniejszej niż we wrześniu ub.r. Dane sondażowe wskazują na możliwe dalsze spowolnienie dynamiki wartości dodanej w sektorze usług. Pomiedzy listopadem 2013 r. a styczniem br. wskaźnik PMI dla sektora usług obniżył się o 1,7 pkt do wartości 58,3. Największy spadek dotyczył wskaźnika nowych zamówień. Warto zaznaczyć, że mimo spadku PMI znajduje się on na poziomie zbliżonym do notowanego przed 2008 r.

³⁰ Jako miarę cen przyjęto wskaźnik *House Price Index (HPI)* publikowany przez brytyjski urząd statystyczny. Wskaźnik informuje o zmianach cen przeciętnego domu mieszkalnego o ustalonych charakterystykach. W ten sposób zapewniona jest porównywalność indeksu pomiędzy okresami.

Sprzedaż detaliczna i koniunktura konsumencka

Utrzymuje się wzrostowa tendencja sprzedaży detalicznej, choć w IV kw. ub.r. jej dynamika osłabła. W grudniu ub.r. wartość sprzedaży wzrosła o 0,3% w ujęciu 3m/3m, kontynuując trwający od lutego 2013 r. okres wzrostu. Jednocześnie jeszcze w III kw. ub. r. dynamika sprzedaży wynosiła 2% kw/kw. Sondaże dotyczące przychodów w handlu detalicznym w okresie świątecznym wskazują na ich wzrost w porównaniu z rokiem poprzednim, jednak w tempie niższym niż oczekiwali sami sprzedawcy.

Wykres 39. Sprzedaż detaliczna (%) i wskaźnik nastrojów konsumenckich w Wielkiej Brytanii



Źródło: Komisja Europejska, Eurostat

Wzrostowi sprzedaży towarzyszyła poprawa nastrojów konsumentów. W styczniu 2014 r. wskaźnik CCI wyniósł 1 pkt, a więc więcej o 3,1 pkt od wyniku z października. Obserwowany w styczniu poziom CCI jest najwyższym odnotowanym po 2006 r. Poprawa nastrojów konsumentów wiązała się przede wszystkim z optymistycznymi oczekiwaniami co do ogólnej sytuacji gospodarczej i spadkiem postrzeganego ryzyka bezrobocia.

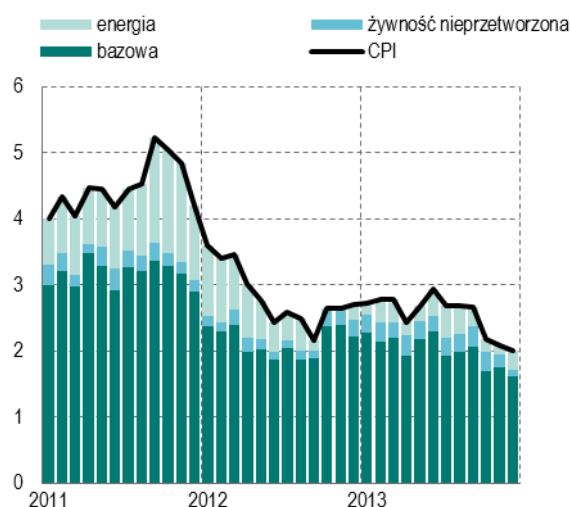
Przy niskiej dynamice dochodów rozporządzalnych wzrost konsumpcji gospodarstw domowych w części finansowany jest długiem. Roczne tempo wzrostu

wartości kredytów konsumpcyjnych wyniosło 4,9% w grudniu ub.r., wobec 4,2% we wrześniu ub.r. W ocenie banków kryteria przyznawania kredytów w IV kw. nie zmieniły się w porównaniu z kwartałem poprzednim.

Inflacja

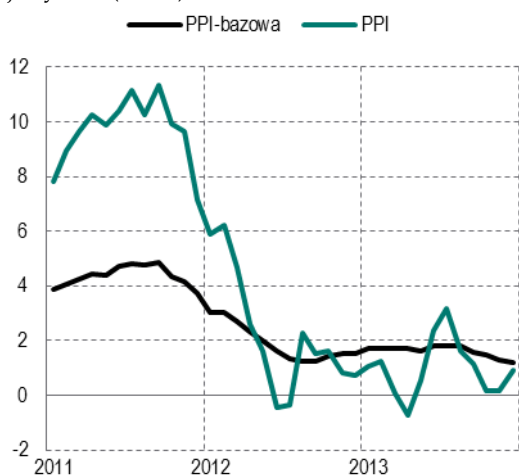
Wyraźny spadek inflacji w IV kw. ub.r. okazał się istotnym zaskoczeniem dla analityków rynkowych i Banku Anglii. Na koniec 2013 r. po raz pierwszy od grudnia 2009 r. inflacja CPI osiągnęła poziom celu inflacyjnego Banku Anglii, tj. 2%. Dla porównania, jeszcze we wrześniu ub.r. dynamika cen wynosiła 2,7% r/r. Za spadkową tendencją inflacji stało zarówno obniżenie się inflacji bazowej, jak i wkładu cen energii i żywności nieprzetworzonej w warunkach spadku cen surowców na rynkach międzynarodowych.

Wykres 40. Dekompozycja inflacji CPI (r/r, %)



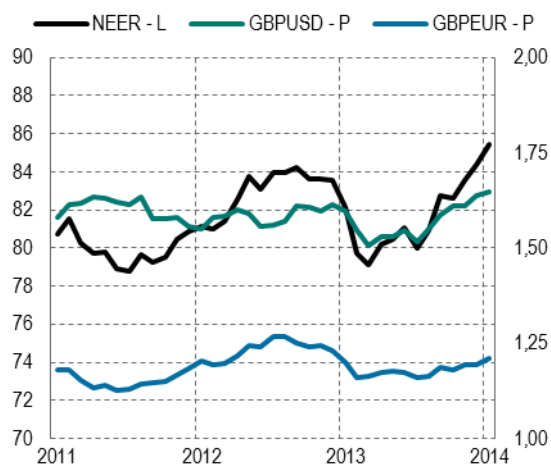
Źródło: Eurostat

Presja inflacyjna na początkowych etapach procesu dystrybucji pozostaje niska. Ceny producentów wzrosły w grudniu ub.r. o 0,9% r/r, w porównaniu do wzrostu o 0,2% w listopadzie ub.r. Nieuwzględniając cen w sektorze energetycznym, bazowa inflacja PPI znajduje się w trendzie spadkowym od poł. ub.r. W grudniu ub.r. wyniosła ona 1,2% r/r względem 1,3% w listopadzie ub.r.

Wykres 41. Dynamika cen producentów (PPI) w Wielkiej Brytanii (% r/r)

Źródło: Eurostat

Kształtowanie się dynamiki jednostkowych kosztów pracy wskazuje, że presja na wzrost cen ze strony rynku pracy pozostaje niska. W III kw. ub.r. tempo wzrostu ULC wyniosło 1,3% r/r wobec 1,7% w I kw. ub. r.

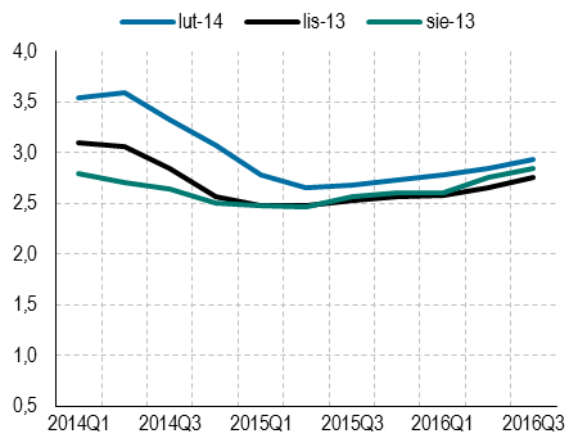
Wykres 42. Realny efektywny kurs walutowy GBP (deflowany CPI, indeks, styczeń 2005 =100)

Źródło: Bank Anglii

Niskiej dynamice cen sprzyja aprecjacja funta. Od lutego 2013 r. nominalny efektywny kurs funta wzrósł o 7%, w tym o ponad 3% w okresie od listopada ub.r. do stycznia br. (Wykres 42).

Prognozy

W związku z lepszymi od oczekiwań odczytami PKB w II poł. 2013 r., zarówno Bank Anglii, jak i instytucje komercyjne dokonały znacznych rewizji w górę prognoz PKB. W lutowym *Raporcie o inflacji* Banku Anglii prognozuje wzrost PKB w tempie 3,4% w 2014 r. i 2,7% w 2015 r. Tym samym prognozy zostały zrewidowane o odpowiednio +0,5 i +0,1 pkt proc. w porównaniu z listopadem ub.r. Styczeniowe prognozy instytucji komercyjnych pozostają nieco bardziej pesymistyczne – ich mediana to 2,6% dla 2014 r. W tym przypadku korekta względem prognoz z listopada ub.r. wyniosła +0,3 pkt proc.

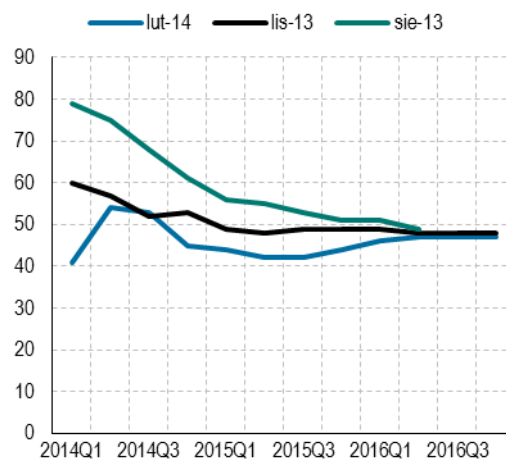
Wykres 43. Zmiana prognoz Banku Anglii dla PKB Wielkiej Brytanii (% r/r)

Źródło: Bank Anglii

W ocenie Banku Anglii dla wyników gospodarczych w krótkim okresie kluczowy będzie wzrost popytu wewnętrznego, spowodowany spadkiem poziomu niepewności i poprawą dostępności kredytu. Zakłada się, że wzrost konsumpcji gospodarstw domowych w dalszym ciągu odbywać się będzie kosztem malejącej stopy oszczędności. Sytuacja zmieni się może na koniec 2014 r., kiedy to dynamika płac osiągnie dodatnią wartość. W 2014 r. wyraźnie przyspieszyć ma dynamika inwestycji – ich poziom ma być wyższy o 10% w porównaniu z rokiem poprzednim. W dłuższej perspektywie oczekuje się stopniowego wzrostu produktywności pracy oraz poprawy międzynarodowej sytuacji gospodarczej, w szczególności w krajach rozwiniętych.

Nieoczekiwany spadek inflacji i aprecjacja funta sterlinga wpłynęły na prognozy poziomu cen w krótkim okresie. W listopadzie ub.r. Bank Anglii ocenił, że inflacja CPI w I kw. 2014 r. wyniesie 2,2%, natomiast w lutym br. prognozę zrewidowano do 1,8%. Mimo, że w opinii Banku Anglii za obecny spadek dynamiki cen odpowiadają w większości czynniki tymczasowe, według prognozy lutowej niskiej inflacji należy spodziewać się również w kolejnych miesiącach 2014 r. W całym 2014 r. Bank Anglii oczekuje wzrostu cen konsumpcyjnych o 1,9%, wobec 2,1% w prognozie listopadowej. Prognozy banków komercyjnych wskazują na wyższą oczekiwaną dynamikę cen, tj. 2,3% w 2014 r. Niskiej inflacji w krótkim okresie ma sprzyjać zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i uczestników rynku finansowego oraz umiarkowanie niska dynamika jednostkowych kosztów pracy. Przewiduje się także spadek tempa wzrostu cen paliw na rynkach międzynarodowych, co przy założeniu stabilnego kursu sterlinga ma obniżyć presję inflacyjną.

Wykres 44. Prawdopodobieństwo inflacji na poziomie wyższym od celu inflacyjnego wg projekcji Banku Anglii (%)



Źródło: Bank Anglii

Tabela 7. Prognozy makroekonomiczne dla Wielkiej Brytanii

	2013	2014	2015	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014
realny PKB, % r/r							
MFW (1-14)	1,7	2,4	2,2	-	-	-	-
OECD (12-13)	1,4	2,4	2,5	-	-	-	-
Bloomberg (1-14)	1,7	2,6	2,4	2,7	2,5	2,5	2,3
CPI, % r/r							
MFW (10-13)	2,7	2,3	2,0	-	-	-	-
OECD (12-13)	2,6	2,4	2,3	-	-	-	-
Bloomberg (12-13)	2,6	2,1	2,1	2,0	2,2	2,2	2,2

Japonia

- **Ożywienie w gospodarce japońskiej stopniowo nabiera trwałego charakteru.**
- **Głównym czynnikiem wzrostu jest obecnie konsumpcja gospodarstw domowych (antycypacyjne zakupy przed podwyższeniem podatku konsumpcyjnego) i inwestycje odtworzeniowe przedsiębiorstw.**
- **Polityka rządu i banku centralnego wpłynęła na poprawę sytuacji przedsiębiorstw, co odzwierciedla wyraźny wzrost zysków.**
- **Relatywnie na niskim poziomie kształtuje się dynamika eksportu, co przy zwiększającym się imporcie (popyt krajowy) powoduje znaczny wzrost deficytu w handlu zagranicznym.**
- **Wzrost cen obejmuje coraz większy zakres dóbr i usług konsumpcyjnych.**
- **Względnie korzystne prognozy dla gospodarki japońskiej – negatywne skutki podwyższenia podatku konsumpcyjnego mogą być mniejsze niż wcześniej zakładano.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Po silniejszym niż wcześniej oczekiwano spowolnieniu aktywności gospodarczej w III kw. ub.r., zdecydowana większość wskaźników makroekonomicznych wskazuje, że gospodarka japońska ponownie przyspieszyła w IV kw. ub.r. **Do umocnienia się pozytywnych tendencji w trzeciej największej gospodarce świata przyczyniły się przede wszystkim rosnące wydatki gospodarstw domowych oraz wzrost inwestycji przedsiębiorstw.**

Obserwowany w końcu ub.r. wzrost wydatków konsumpcyjnych spowodowany był przyspieszonymi zakupami dóbr trwałego użytku ze względu na podwyższenie od kwietnia br. stawek podatku konsumpcyjnego. Natomiast wzrost zysków przedsiębiorstw wpłynął na podwyższenie realizowanych i planowanych inwestycji. Wzrostowi aktywności przedsiębiorstw w dużym stopniu sprzyjała realizowana przez rząd i bank centralny polityka fiskalna oraz polityka pieniężna.

Znaczący pozytywny wpływ na wzrost miały także inwestycje publiczne związane z realizacją rządowego programu rewitalizacji japońskiej gospodarki. W ostatnich miesiącach istotnie wzrosła wartość zakontraktowanych robót publicznych oraz wyprzedzający wskaźnik inwestycji publicznych.

Wykres 45. Wskaźnik koniunktury – Composite Index (rok 2010=100)



Źródło: Indexes of Business Conditions; Economic and Social Research Institute

Wzrost PKB w IV kw. ub.r. był przede wszystkim efektem rosnącego popytu krajowego. Natomiast wpływ sektora zewnętrznego na ożywienie pozostaje dotychczas niewielki, głównie z powodu utrzymującego się na niskim poziomie popytu w największych gospodarkach rozwiniętych. Wydaje się, że wpływ deprecjacji kursu jena na eksport został przeceniony w większości prognoz. Duże znaczenie zagranicznych filii japońskich przedsiębiorstw w eksporcie opartym na międzynarodowych sieciach dostaw powoduje ograniczenie wpływu zmian kursu. Natomiast popyt krajowy przyczynia się do utrzymania relatywnie wysokiej dynamiki importu i w efekcie pogłębiania się deficytu w wymianie handlowej. Wzrost importu oraz oczekiwane obniżenie się zapasów prywatnych mogą mieć negatywny wpływ na dynamikę PKB w IV kw. ub.r.

W najbliższej perspektywie głównym obszarem niepewności pozostają skutki podwyższenia podatku

konsumpcyjnego, które nastąpi na początku kwietnia br. Ryzyko negatywnego wpływu na wzrost gospodarczy jest tym większe, że dynamika płac pozostaje na bardzo niskim poziomie, a realne dochody do dyspozycji uległy w ostatnim okresie obniżeniu. Obawy konsumentów odzwierciedla znaczące obniżenie się na początku br. nastrojów gospodarstw domowych. Rosnąca niepewność widoczna jest także w decyzjach podejmowanych przez przedsiębiorstwa. W styczniu br. wyraźnie obniżył się wskaźnik zamówień na maszyny (wyprzedzający wskaźnik inwestycji prywatnych). W celu złagodzenia skutków podwyżki podatku konsumpcyjnego w grudniu ub.r. rząd zdecydował o wprowadzeniu pakietu stymulacyjnego o wartości 18,6 biliona jenów (w tym 5,5 bln jenów z programu rewitalizacji gospodarki, które mają przyczynić się do powstania 250 tys. miejsc pracy).

Oczekuje się, że dynamika wzrostu gospodarczego w I kw. br. będzie wyższa w porównaniu z IV kw. ub.r., do czego przyczyni się antycypacyjny popyt wobec podwyższenia podatku konsumpcyjnego w kwietniu 2014 r.

Wzrost gospodarczy

W III kw. 2013 r. utrzymała się wzrostowa tendencja PKB (czwarty kwartał z kolei), chociaż jego wzrost był wyraźnie wolniejszy w porównaniu z dwoma poprzednimi kwartałami. Na obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego (do 1,1% z 3,6% w II kw.) złożyło się przede wszystkim niższe tempo wydatków gospodarstw domowych na dobra nietrawne i usługi oraz osłabienie eksportu ze względu na spowolnienie w krajach będących najważniejszymi partnerami handlowymi Japonii (zwłaszcza w pozostałych gospodarkach azjatyckich) i prawdopodobne wygasanie wpływu deprecjacji jena na eksport.

Wysoką dynamiką charakteryzowały się wydatki gospodarstw domowych na dobra trwałego użytku, w tym przede wszystkim samochody. Oczekiwania na wzrost podatku konsumpcyjnego przyczyniały się także do wzrostu inwestycji mieszkaniowych.

Wykres 46. Dekompozycja kwartalnych zmian PKB (w % kw/kw; dane annualizowane wyrównane sezonowo)



Źródło: Quarterly Estimates of GDP; Cabinet Office

Podobnie, jak w poprzednich kwartałach, wysoką dynamiką charakteryzowały się wydatki publiczne związane głównie z realizacją programu "Emergency Economic Measures for the Revitalisation of the Japanese Economy".

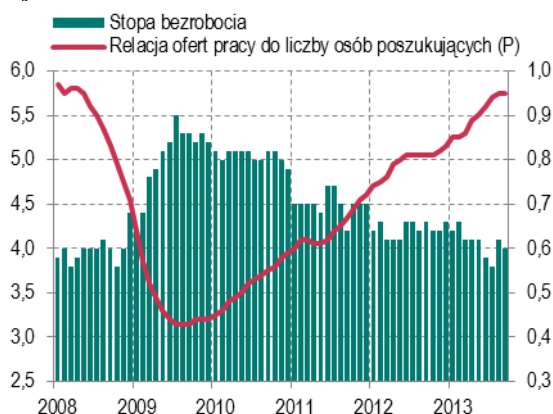
Rynek pracy

W końcu 2013 r. kontynuowana była stopniowa poprawa na rynku pracy. Stopa bezrobocia obniżyła się w grudniu ub.r. do poziomu 3,7% (wobec 4,2% w II kw. ub.r.), osiągając najniższy poziom od lipca 2007 r. Jednocześnie nadal poprawiała się dostępność miejsc pracy, a także przyspieszyła dynamika zatrudnienia. W grudniu ub.r. zatrudnienie zwiększyło się o 1,5% r/r, do czego w dużej mierze przyczyniła się poprawa sytuacji w sektorze przetwórstwa przemysłowego.

Z drugiej strony, **w dalszym ciągu utrzymują się negatywne tendencje w zakresie wynagrodzeń.** Niepewna sytuacja gospodarcza powoduje, że przedsiębiorcy utrzymują na niezmiennym poziomie płace wynikające z umów o pracę (co *de facto* powoduje spadek płac zasadniczych), natomiast bardziej skłonni są do podwyższania zmiennych elementów wynagrodzenia (wypłat za nadgodziny oraz premii). Dane *Ministry of Health, Labour and Welfare* wskazują, że w grudniu 2013 r. wynagrodzenia w japońskich przedsiębiorstwach wzrosły o 0,5% r/r, podczas gdy płace zasadnicze obniżyły się o 0,6% r/r (spadkowa tendencja utrzymuje

się od początku 2009 r.). W rezultacie następuje spadek realnych wynagrodzeń (w grudniu ub.r. były one o 1,3% niższe w porównaniu z grudniem 2012 r.).

Wykres 47. Stopa bezrobocia (w %; dane wyrównane sezonowo) i relacja ofert pracy do liczby osób poszukujących



Źródło: dane MIAC i MHLW

Koniunktura konsumencka

Bieżące indeksy koniunktury konsumenckiej wskazują, że po osłabieniu w III kw. dynamiki wydatków konsumpcyjnych, w końcu 2013 r. ponownie wzrosła ona do poziomu zbliżonego do obserwowanego w I poł. 2013 r. Wskazuje na to przede wszystkim wzrost *Synthetic Consumption Index*, który łączy zmiany w popycie (dochodach i wydatkach) ze zmianami w podaży (produkcji dóbr konsumpcyjnych). Wzrost ten związany był z zakupami *last minute* przed podwyższeniem podatku konsumpcyjnego, które z końcem ub.r. obejmowały coraz większy zakres towarów konsumpcyjnych.

Mimo zwiększających się wydatków konsumpcyjnych, od czerwca ub.r. obserwowana jest spadkowa tendencja wskaźnika zaufania konsumentów. W styczniu 2014 r. obniżył się on do najniższego poziomu od grudnia 2012 r. Niekorzystny wpływ na nastroje konsumentów ma przede wszystkim zbliżający się termin podwyższenia podatków. Znalazło to odzwierciedlenie w obniżeniu się subindeksu opisującego zamiary kupna dóbr trwałego użytku. Rosnące ceny energii oraz żywności powodują, że coraz więcej konsumentów negatywnie

ocenia sytuację finansową gospodarstw domowych. Natomiast poprawa sytuacji w sektorze przedsiębiorstw przyczyniła się do wyższych ocen sytuacji na rynku pracy.

Wykres 48. Synthetic Consumption Index (rok 2005 =100; dane wyrównane sezonowo)



Źródło: dane Cabinet Office

Produkcja przemysłowa

W IV kw. 2013 r. nastąpiło przyspieszenie wzrostowej tendencji w produkcji przemysłowej. Według szacunków *Ministry of Economy, Trade and Industry* w ostatnim kwartale ub.r. produkcja przemysłowa wzrosła o 5,8% (wobec 2,3% w III kw.). **W dużym stopniu przyczynił się do tego rosnący popyt na dobra inwestycyjne oraz dobra konsumpcyjne trwałego użytku.** Właśnie w tych kategoriach nastąpił najsilniejszy wzrost produkcji. Ponadto wzrost aktywności w sektorze przetwórstwa przemysłowego, a także pewne ożywienie w eksporcie, wpłynęły na zwiększenie produkcji dóbr pośrednich.

Jednocześnie czwarty kolejny kwartał obserwowane było zmniejszanie się poziomu zapasów producentów.

Wykres 49. Produkcja przemysłowa i zapasy producentów (rok 2010 = 100; dane wyrównane sezonowo)

Źródło: Indices of Industrial Production; Ministry of Economy, Trade and Industry

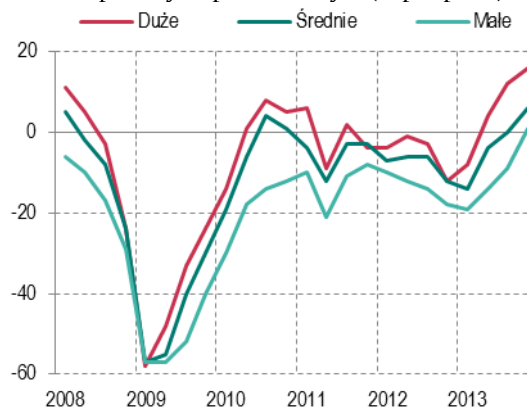
Koniunktura przedsiębiorstw (TANKAN)

Badania koniunktury przedsiębiorstw prowadzone przez Bank Japonii wskazują, że **w IV kw. 2013 r. kontynuowana była wyraźna poprawa bieżących warunków działalności japońskich firm**. W grudniu ub.r. ogólny zagregowany indeks Tankan³¹ wzrósł do 8 pkt proc. (wobec 2 pkt proc. w czerwcu ub.r.) osiągając najwyższy poziom od końca 2007 r. Poprawa koniunktury nastąpiła we wszystkich kategoriach przedsiębiorstw wg wielkości zatrudnienia. Po raz pierwszy od 1992 r. pozytywnie sytuację oceniają małe przedsiębiorstwa spoza przemysłu przetwórczego. **Poprawa koniunktury małych przedsiębiorstw wskazuje, że Abenomics ma korzystny wpływ na całą gospodarkę.**

Z drugiej strony **w grudniowym badaniu znalazły odzwierciedlenie obawy związane z wprowadzeniem wyższej stawki podatku konsumpcyjnego** – po raz pierwszy prognozy przedsiębiorstw były niższe od ocen bieżącej sytuacji. Największe obawy wyrażały

³¹ Badania Tankan (Short-Term Economic Survey of Enterprises in Japan) prowadzone przez Bank Japonii, obejmują ponad 10 tys. dużych, małych i średnich przedsiębiorstw zarówno z sektora przemysłowego, jak i usług. Główne wyniki badań publikowane są w formie tzw. diffusion index, wyrażających różnicę między udziałem pozytywnych i negatywnych odpowiedzi (w pkt. proc.). Poziom indeksu powyżej zera (przewaga pozytywnych odpowiedzi) wskazuje na poprawę nastrojów w biznesie.

firmy z sektora przetwórstwa przemysłowego, głównie średnie i małe.

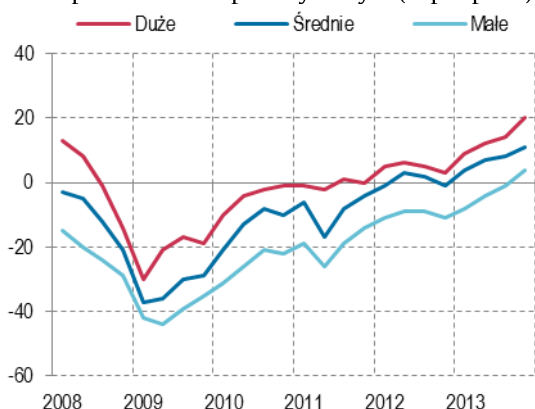
Wykres 50. Indeks bieżącej koniunktury przedsiębiorstw w przemyśle przetwórczym (w pkt proc.)

Źródło: Tankan; Bank of Japan

W bieżącym roku budżetowym przedsiębiorstwa przewidują dalszy wzrost zysków, któremu sprzyjać ma wzrost popytu krajowego oraz umiarkowany wzrost eksportu i zmiany kursu jena. W końcu ub.r. w planach biznesowych firm znacząco zostały podwyższone szacunki bieżących zysków (we wszystkich branżach i typach wielkości przedsiębiorstw). Przewiduje się, że w roku budżetowym 2013 zyski przedsiębiorstw zwiększą się o 17,3% r/r (podczas gdy we wrześniu oczekiwano wzrostu zysków o 9,2%). Byłby to więc znaczący wzrost dynamiki zysków w porównaniu z rokiem poprzednim (w roku budżetowym 2012 zyski firm zwiększyły się o 7,2%). Największy wzrost zysków oczekiwany jest w dużych przedsiębiorstwach przemysłu przetwórczego.

Pomimo silnej korekty w górę prognozy zysków, plany inwestycyjne zostały podwyższone bardzo ostrożnie. Tankan z grudnia ub.r. wskazuje, że inwestycje przedsiębiorstw zwiększą się w bieżącym roku budżetowym o 4,5% r/r. Ze względu na dotychczas relatywnie niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych większość dokonywanych obecnie inwestycji ma charakter odnowieniowy.

Wykres 51. Indeks bieżącej koniunktury przedsiębiorstw poza sektorem przemysłowym (w pkt proc.)



Źródło: Tankan; Bank of Japan

Większość przedsiębiorstw z sektora przemysłowego nadal postrzega poziom zatrudnienia jako wystarczający. Natomiast wzrost popytu na pracę deklarują przede wszystkim firmy spoza przetwórstwa przemysłowego, zwłaszcza w grupie najmniejszych przedsiębiorstw.

Sektor zagraniczny

W IV kw. 2013 r. nastąpiło stopniowe przyspieszenie rocznej dynamiki eksportu. Wolumen eksportu zwiększył się o 4,3% r/r (po wzroście o 0,6% w III kw. ub.r.). Największe wzrosty obserwowane były w eksporcie produktów klasyfikowanych jako maszyny i urządzenia oraz samochody. Spośród głównych kierunków najwyższą dynamiką charakteryzował się eksport do Chin, na co z jednej strony wpłynęła poprawa popytu w gospodarkach rozwiniętych, a z wprowadzanie do oferty eksportowej nowych modeli wyrobów elektroniki użytkowej. Po ośmiu kolejnych kwartałach spadku w IV kw. 2013 r. nastąpił także wzrost eksportu do Unii Europejskiej.

Jeszcze wyższą dynamiką charakteryzował się w IV kw. ub.r. import. Wzrost importu, pomimo deprecjacji jena, nastąpił pod wpływem relatywnie wysokiej dynamiki wydatków konsumpcyjnych (związanej z antycypacją wyższych stawek podatku konsumpcyjnego) oraz rosnącego popytu inwestycyjnego. Ponadto duży wpływ na wzrost importu mają zwiększające się dostawy surowców energetycznych, spowodowane czaso-

wym wyłączeniem z eksploatacji elektrowni atomowych.

W wyniku szybszego wzrostu importu niż eksportu (także w ujęciu nominalnym) w IV kw. ub.r. nastąpiło dalsze pogłębienie się deficytu w handlu zagranicznym Japonii. W końcu 2013 r. zwiększył się on do 4,5 mld jenów, tj. do 3,6% PKB (wobec 2,3% PKB w IV kw. 2012 r.).

Wykres 52. Realna dynamika eksportu i importu (rok 2010 = 100)



Źródło: Trade Statistics; Ministry of Finance of Japan

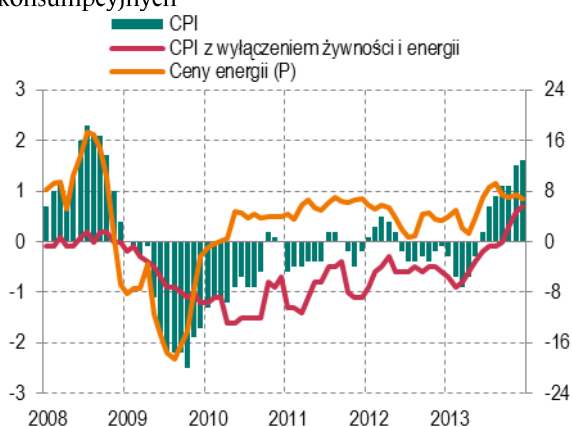
Opublikowane w grudniu ub.r. dane za III kw. 2013 r. o aktywności japońskich przedsiębiorstw zagranicą wskazują na zmniejszenie się skali spadków sprzedaży. W III kw. ub.r. produkcja sprzedana japońskich filii zmniejszyła się o 0,6% r/r (wobec spadku o 2,4% w II kw.). Wzrost sprzedaży osiągnęły przede wszystkim filie japońskich przedsiębiorstw w Ameryce Północnej oraz w Europie (pierwszy wzrost w tym regionie po pięciu kolejnych kwartałach spadku).

Wpływ spowolnienia w Chinach najbardziej widoczny jest w spadku produkcji japońskich fabryk w tym kraju. W III kw. ub.r. wartość sprzedaży na chiński rynek zmniejszyła się o 1,3% (na co złożył się przede wszystkim spadek sprzedaży w sektorze motoryzacyjnym). Natomiast, głównie dzięki rosnącej sprzedaży urządzeń elektronicznych, zwiększyła się wartość eksportu z japońskich fabryk w Chinach.

Inflacja

W IV kw. 2013 r. kontynuowana była wzrostowa tendencja inflacji w Japonii. W grudniu ub.r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 1,6% w porównaniu z rokiem poprzednim. **Głównym czynnikiem wzrostu inflacji jest deprecjacja jena**, która powoduje wzrost cen towarów importowanych, w tym przede wszystkim energii oraz świeżej żywności.

Wykres 53. Zmiany wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych



Źródło: 2010-Base Consumer Price Index, Ministry of Internal Affairs and Communications

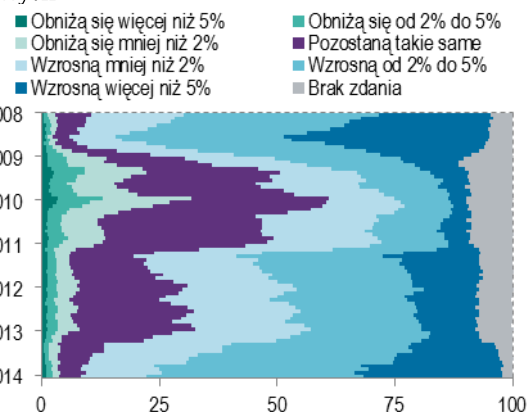
W końcu 2013 r. do wzrostu ogólnego wskaźnika inflacji w coraz większym stopniu przyczyniały się także pozostałe kategorie. W grudniu 2013 r. wskaźnik inflacji bazowej (tzn. po wyłączeniu cen żywności i energii) wzrósł do 0,7%, a więc najwyższego poziomu od kwietnia 1998 r. Zakres towarów, gdzie obserwowany jest wzrost cen systematycznie się powiększa. Od listopada ub.r. dodatnia dynamika cen charakteryzuje sprzedaż dóbr trwałego użytku, a w grudniu ub.r. były one o 0,7% wyższe w porównaniu z rokiem poprzednim.

Wyniki badania TANKAN z grudnia ub.r. dotyczące marż japońskich przedsiębiorstw wskazują, że w coraz większym stopniu przenoszą one wyższe koszty importowanych surowców i półproduktów (stanowiące 16% wartości dóbr pośrednich wykorzystywanych w japońskich fabrykach) na ceny dóbr finalnych.

Od początku br. wpływ deprecjacji jena na inflację prawdopodobnie będzie się obniżać. Jednak od kwietnia br. wskaźniki bieżącej inflacji wyraźnie wzrosną pod wpływem wyższych stawek podatku konsumpcyjnego (oczekuje się, że w II kw. br. wzrost podatku wpłynie na podwyższenie inflacji o ok. 2 pkt proc.).

Wzrost cen energii oraz zapowiedziana podwyżka stawek podatku konsumpcyjnego powodują w ostatnich miesiącach wzrost oczekiwań inflacyjnych. W styczniu br. ponad 3/4 gospodarstw domowych objętych badaniem oczekiwało w ciągu najbliższych 12 miesięcy wzrostu cen o co najmniej 2%.

Wykres 54. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



Źródło: Consumer Confidence Survey; Cabinet Office

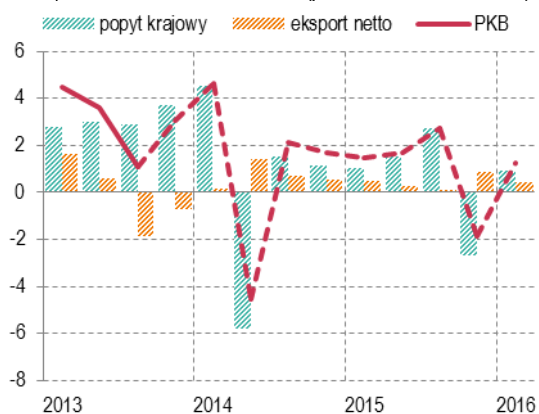
Prognozy

W I kw. 2014 r. oczekiwana jest relatywnie wysoka dynamika PKB. Według badania *Monthly Survey of Professional Forecasters in Japan – ESP Forecast* w I kw. br. japońska gospodarka wzrośnie o 4,6% kw/kw annual. Złoży się na to przede wszystkim przewidywany dalszy znaczący wzrost wydatków konsumpcyjnych związany z realizacją zakupów *last-minute* przed wejściem w życie wyższych stawek podatkowych. Efekt ten będzie prawdopodobnie silniejszy niż w poprzednich kwartałach, bo obejmie nie tylko dobra trwałego użytku ale także pozostałe kategorie towarów konsumpcyjnych.

W II kw. 2014 r. spodziewane jest silne obniżenie się wzrostu ze względu na spadek wydatków konsumpcyjnych, jednak **już w II poł. 2014 gospodarka japońska powinna wrócić na ścieżkę wzrostu gospodarczego**. Sprzyjać temu powinny: program ulg podatkowych dla przedsiębiorstw, inwestycje publiczne, wsparcie konsumpcji gospodarstw domowych oraz spodziewane ożywieniu w eksporcie, ze względu na oczekiwaną poprawę popytu w gospodarce amerykańskiej. Generalnie w roku budżetowym 2014 wzrost gospodarczy ma opierać się bardziej na popycie zewnętrznym wobec spadku popytu krajowego. Po wprowadzeniu wyższych stawek podatku konsumpcyjnego wkład popytu krajowego do wzrostu PKB zmniejszy się do 0,2% (wobec oczekiwanego 1,6% w roku budżetowym 2013).

Kluczowe znaczenie dla wzrostu będzie miała oczekiwana skłonność przedsiębiorstw do zwiększania wynagrodzeń. Szacuje się, że obecnie udział wynagrodzeń w przychodach przedsiębiorstw obniżył się do poziomu obserwowanego wkrótce po upadku banku Lehman Brothers w 2008 r. Obserwowany ostatnio wyraźny wzrost zysków może wskazywać, że istnieje przestrzeń do wzrostu płac.

Wykres 55. Prognoza wzrostu gospodarczego (w % kw/kw; dane annualizowane wyrównane sezonowo)



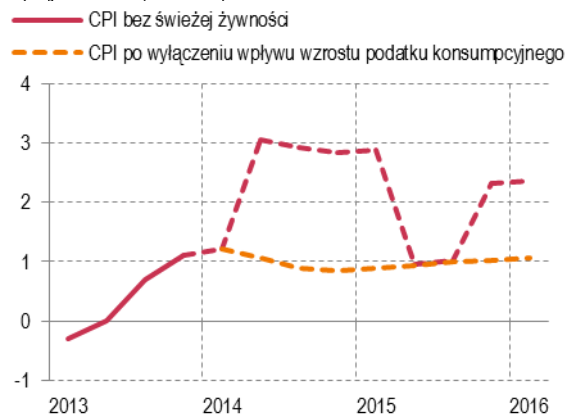
Źródło: ESP forecast

Ponadto ważną rolę rządu w sytuacji dużej niepewności związanej z wprowadzeniem wyższych stawek podatku konsumpcyjnego, powinno być umacnianie przekonania przedsiębiorców co do utrzymywalności wzrostu gospodarczego w średnim okresie.

W ostatnich miesiącach podwyższone zostały prognozy inflacji. W lutym br. oczekiwano, że w roku fiskalnym 2013 inflacja CPI wyniesie 0,8% (podczas gdy w październiku ub.r. oczekiwano, że ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosną o 0,6%). W związku z podwyżką podatku oczekuje się wzrostu inflacji w roku budżetowym 2014 do 2,9%. Jednak pomijając wpływ podwyżki podatku inflacja wyniesie zaledwie 0,9%. W październiku 2015 r. planowana jest ponowna podwyżka stawek podatku konsumpcyjnego (z 8% do 10%), w efekcie inflacja w roku fiskalnym 2015 r. ma ukształtować się na średnim poziomie 1,7% (a po wyłączeniu wpływu podwyżek podatku konsumpcyjnego – 1,1%).

Dynamika cen w horyzoncie najbliższych dwóch lat fiskalnych będzie więc prawdopodobnie dodatnia, chociaż na niskim poziomie (pomijając wpływ wzrostu podatków). Wynika to z oczekiwanego spowolnienia tempa zmniejszania się luki popytowej, w wyniku przewidywanego obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego w 2014 r. Jeśli jednak inflacja będzie pozostawała wyraźnie poniżej oczekiwań Bank Japonii prawdopodobnie podejmie dodatkowe działania w celu zwiększenia podaży pieniądza i wzrostu cen akcji.

Wykres 56. Prognoza inflacji z wyłączeniem cen świeżej żywności (w % r/r)



Źródło: ESP forecast

Tabela 8 Prognozy makroekonomiczne dla Japonii

	RB 2013	RB 2014	RB 2015	IV kw. 2013	I kw. 2014	II kw. 2014	III kw. 2014	IV kw. 2014	I kw. 2015
PKB (lata w % r/r) (kwartały w % kw/kw; dane annualizowane wyrównane sezonowo)									
Cabinet Office (gru 13)	2,6	1,4							
Bank Japonii (sty 14)	2,7	1,4	1,5						
Japan Research Institute (sty 14)	2,5	0,9	0,9	3,7	4,6	-5,4	2,7	2,3	2,2
Mizuho Research Institute (gru 13)	2,5	0,8		3,6	3,7	-5,0	2,7	1,8	1,7
Daiwa Institute of Research (gru 13)	2,5	1,0		3,6	4,2	-5,5	3,0	2,8	2,8
ESP forecast* (lut 14)	2,5	0,8	1,4	3,1	4,6	-4,6	2,1	1,7	1,5
Inflacja (w % r/r)									
Cabinet Office (gru 13)	0,7	3,2							
Bank Japonii (sty 14)	0,7	3,3	2,6						
Japan Research Institute (sty 14)	0,7	2,9	1,9	1,0	1,0	2,9	2,8	2,8	3,0
Mizuho Research Institute (gru 13)	0,7	2,8		1,0	0,9	2,9	2,7	2,7	2,8
Daiwa Institute of Research (gru 13)	0,6	2,9		0,8	0,9	2,9	2,8	2,8	3,0
ESP forecast* (lut 14)	0,8	2,9	1,7	1,1	1,2	3,1	2,9	2,8	2,9

* Monthly Survey of Professional Forecasters in Japan

Chiny

- Lekkie spowolnienie dynamiki PKB w IV kw. ub. r. w związku z osłabieniem inwestycji
- Ożywienie w gospodarkach rozwiniętych wspiera chiński eksport
- Istotne pogorszenie koniunktury w przemyśle w styczniu i lutym br.
- Spożycie prywatne pozostaje silne
- Inflacja pozostaje na umiarkowanym poziomie
- Dynamika PKB w 2014 r. oczekiwana na poziomie nieznacznie niższym od odnotowanego w ub.r.

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Po lekkim przyspieszeniu w III kw. ub. r. wzrost gospodarczy w Chinach nieznacznie zwolnił. Niższa dynamika PKB w ujęciu r/r w IV kw. ub. r. wynikała z osłabienia tempa wzrostu inwestycji, przede wszystkim infrastrukturalnych. Jednocześnie w ostatnim kwartale ub. r. nastąpiło umocnienie spożycia prywatnego, a także chińskiego eksportu, głównie w związku z ożywieniem popytu w krajach rozwiniętych. Na wysokim poziomie utrzymała się również dynamika inwestycji mieszkaniowych.

W bieżącym roku można spodziewać się nieznacznego obniżenia dynamiki PKB w porównaniu z rokiem ubiegłym, na co wskazuje dokonana zmiana nastawienia w chińskiej polityce gospodarczej, polegająca na przejściu ze stabilizowania dynamiki PKB na stopniowe wprowadzanie reform strukturalnych. W bieżącym roku otoczenie zewnętrzne, w tym zwłaszcza ożywienie w gospodarkach rozwiniętych, powinno wspierać chiński wzrost gospodarczy, natomiast ryzyka dla wzrostu PKB tkwią raczej wewnątrz gospodarki Chin, zwłaszcza w tzw. równoległym systemie bankowym (*shadow banking*), który uległ gwałtownemu rozrostowi w ostatnich latach. Nasilenie się problemów w tym sektorze mogłoby poważnie zagrozić stabilności finansowej Chin i istotnie obniżyć dynamikę PKB, co nie pozostałoby bez wpływu na gospodarkę globalną.

Wzrost gospodarczy

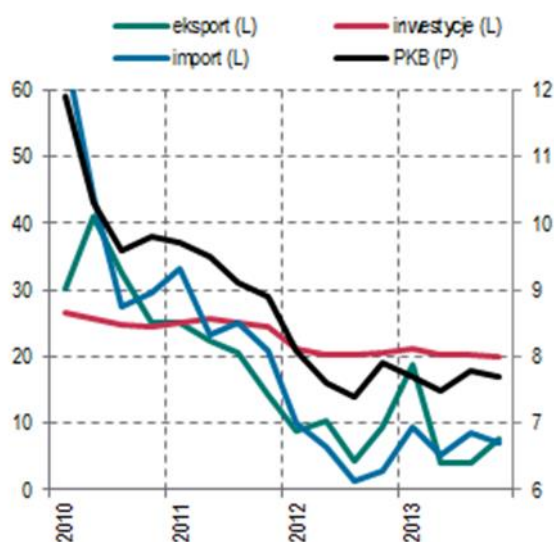
Po przyspieszeniu w III kw. ub. r. (por. Wykres 57), w IV kw. ub. r. dynamika PKB nieznacznie spowolniła, kształtując się na poziomie 7,7% r/r (wobec 7,8% r/r w III kw. ub. r.). Dynamika inwestycji lekko obniżyła się w IV kw. ub. r. (w okresie styczeń-grudzień wyniosła 19,6% r/r, wobec 20,2% r/r w okresie styczeń-wrzesień ub. r.), jednocześnie kształtując się poniżej wartości odnotowywanych w poprzednich kilku latach (por. Wykres 57). Spadek dynamiki inwestycji wynikał głównie z osłabienia inwestycji infrastrukturalnych (częściowo w związku z niższym tempem przyrostu kredytu od czerwca ub. r., a częściowo w wyniku statystycznego efektu wysokiej bazy). Lekko osłabła również roczna dynamika inwestycji w sektorze przetwórczym, natomiast dynamika inwestycji w sektorze nieruchomości przyspieszyła. W przypadku inwestycji infrastrukturalnych najsilniejszy spadek dynamiki odnotowano w kategorii „transport”.

Czynnikami napędzającym w ostatnim okresie inwestycje w sektorze budownictwa była wysoka dynamika liczby nowo rozpoczętych budów, których silny wzrost był pochodną dobrych wyników sprzedaży nieruchomości w 2013 r. W grudniu ub. r. można jednak było zaobserwować wyraźne osłabienie dynamiki sprzedaży nieruchomości, co może stanowić zapowiedź pewnego spowolnienia inwestycji budowlanych w bieżącym roku.

Po okresie spowolnienia w II i III kw. ub. r., w IV kw. ub. r. dynamika eksportu w ujęciu r/r przyspieszyła. Dostępne dane za styczeń br. sugerują, że ożywienie eksportu może być kontynuowane w I kw. br. (w styczniu br. trzymiesięczna średnia ruchoma dynamiki eksportu r/r wzrosła do 9,2%, tj. do najwyższego poziomu od kwietnia ub.r., kiedy wyniosła 15,5%). Lepsze wyniki chińskiego eksportu w ostatnim okresie związane były przede wszystkim z ożywieniem popytu w krajach rozwiniętych, co powinno wspierać eksport z Chin również w nadchodzących kwartałach. Jednocze-

śnie w kierunku osłabienia dynamiki chińskiego eksportu będzie oddziaływał dość słaby popyt z gospodarek wschodzących, a także obserwowana w ciągu ostatnich kilku kwartałów stopniowa aprecjacja juana.

Wykres 57. Roczna dynamika (%) inwestycji, eksportu, importu i PKB w Chinach w latach 2010-2013



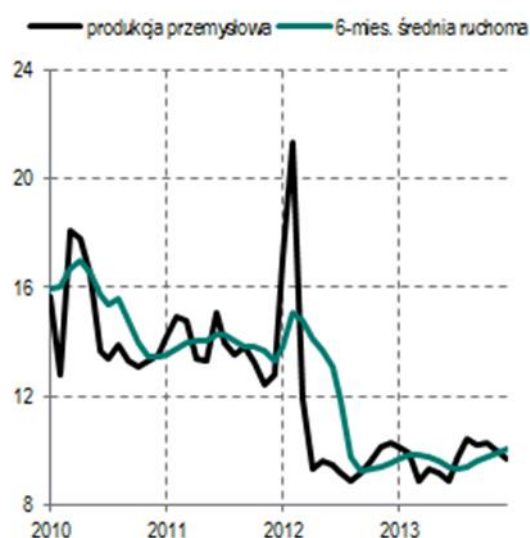
Źródło: Reuters Ecwin.

Dynamika importu była w II poł. ub. r. dość stabilna (w III i IV kw. ub. r. wyniosła odpowiednio 8,5% r/r i 7,1% r/r). W styczniu br. zauważalnie przyspieszyła, kształtując się na poziomie 10,1% r/r, tj. najwyższym od lipca ub. r. (10,9% r/r). Dane dot. chińskiego importu sugerują, że popyt krajowy jest dość mocny i stabilny.

Koniunktura bieżąca

Po przyspieszeniu w III kw. ub. r. dynamika produkcji przemysłowej w Chinach nieznacznie obniżyła się w IV kw. ub. r., kształtując się w tym okresie przeciętnie na poziomie 10,0% r/r (wobec przeciętnej miesięcznej dynamiki w III kw. br. na poziomie 10,1% r/r). Obniżenie się dynamiki produkcji przemysłowej związane było przede wszystkim ze spadkiem dynamiki produkcji przedsiębiorstw użyteczności publicznej (do 6,8% r/r w IV kw. ub. r. z 10,1% r/r w III kw. ub. r.), a także, w mniejszym stopniu, ze spadku dynamiki produkcji w sektorze wydobywczym (do 5,1% w IV kw. ub. r. z 5,4% w III kw. ub. r.)

Wykres 58. Roczna dynamika produkcji przemysłowej w Chinach w latach 2010-2013



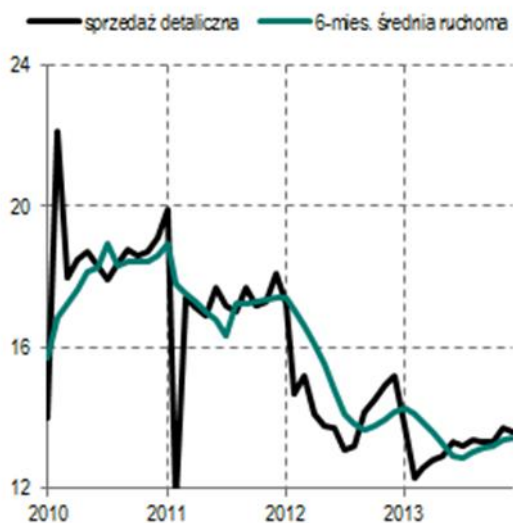
Źródło: Reuters Ecwin

W ostatnich miesiącach istotnie pogorszyła się koniunktura w przemyśle przetwórczym. Po kilkumiesięcznym okresie utrzymywania się powyżej poziomu 50 punktów, w styczniu br. wskaźnik PMI (HSBC Markit) spadł poniżej tego progu, kształtując się na poziomie 49,5 punktów. Według wstępnych szacunków, w lutym br. wskaźnik ten obniżył się jeszcze bardziej (do 48,3 punktu), kształtując się tym samym na poziomie najniższym od siedmiu miesięcy. Lutowy spadek indeksu wynikał przede wszystkim ze spadku indeksu produkcji (do 49,2 punktu z 50,8 punktu w styczniu br.). W lutym br. poniżej progu 50 punktów spadł również subindeks nowych zamówień krajowych, natomiast zamówienia eksportowe obniżyły się, ale w mniejszym tempie. Spadki, choć w niższym tempie niż w styczniu br., odnotowano również w przypadku zatrudnienia.

W sektorze usług utrzymuje się lepsza koniunktura niż w sektorze przetwórczym, choć w styczniu br. uległa ona lekkiemu pogorszeniu. Odpowiedni wskaźnik PMI (HSBC Markit) obniżył się do 50,7 punktu z poziomu 50,9 w grudniu ub. r. Wskaźnik ten pozostaje wyraźnie poniżej długookresowego trendu.

Spżycie chińskich gospodarstw domowych pozostaje silne. Dynamika sprzedaży detalicznej stopniowo wzrastała w ostatnich miesiącach (w IV kw. ub. r. przeciętna miesięczna dynamika ukształtowała się na poziomie 13,5% r/r wobec 13,3% r/r w III kw. ub. r.), choć w grudniu ub. r. nieznacznie obniżyła się (do 13,6% r/r z 13,7% r/r w listopadzie ub. r.). W I kw. br. można oczekiwać lekkiego umocnienia spożycia prywatnego, w związku ze spodziewanym wzrostem sprzedaży samochodów oraz dóbr związanych z wyposażaniem mieszkań, na co mogą wskazywać dobre wyniki sprzedaży mieszkań w zeszłym roku. Ponadto dynamikę sprzedaży detalicznej powinien wspierać statystyczny efekt niskiej bazy z ub. r., związany z rządową kampanią mającą na celu ograniczenie nadmiernych wydatków konsumpcyjnych przez jednostki państwowe (sprzedaż niektórym agencjom rządowym jest ujęta w danych dot. sprzedaży detalicznej).

Wykres 59. Roczna dynamika sprzedaży detalicznej w Chinach w latach 2010-2013



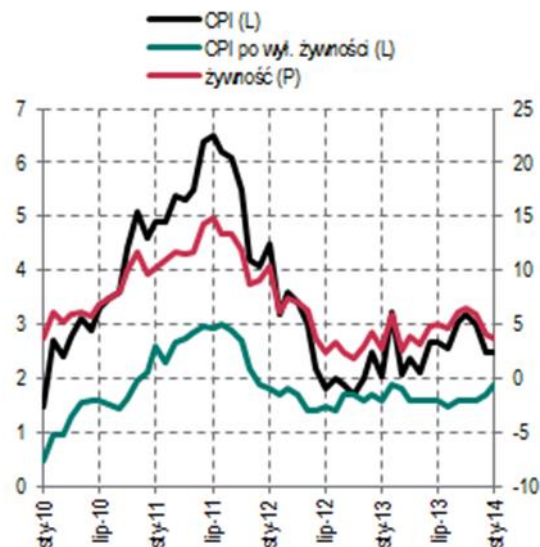
Źródło: Reuters Ecowin

Inflacja

W ostatnim okresie nastąpił spadek inflacji (Wykres 60). W styczniu br. wskaźnik inflacji utrzymał się na grudniowym poziomie 2,5%, wobec lokalnego szczytu w wysokości 3,2% w październiku ub. r. Spadek ten wynikał głównie z niższych cen żywności. Roczna dynamika cen żywności spowolniła w styczniu br. do

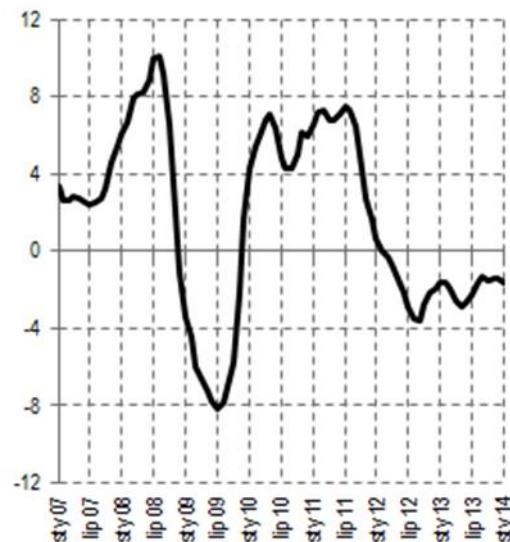
3,7%, z 6,5% w październiku ub. r., kształtując się tym samym na poziomie najniższym od maja ub. r. Jednocześnie wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności był dość stabilny w ostatnich miesiącach, choć w styczniu nieznacznie wzrósł (do 1,9% r/r z 1,7% r/r w grudniu ub. r.). W związku z powyższym, presja inflacyjna w gospodarce chińskiej pozostaje pod kontrolą.

Wykres 60. Roczna dynamika wskaźnika CPI, jego wybranych składowych w latach 2010-2014



Źródło: dane Reuters Ecowin

Wykres 61. Roczna dynamika wskaźnika PPI w latach 2007-2014



Źródło: dane Reuters Ecowin

Ceny producenta obniżają się w ujęciu r/r od prawie dwóch lat – styczeń br. był 23. kolejnym miesiącem ujemnej rocznej dynamiki wskaźnika PPI (por. Wykres 61). Jednocześnie dynamika spadków ustabilizowała się w ostatnich kilku miesiącach. Utrzymywanie się od dłuższego czasu wskaźnika PPI poniżej zera może świadczyć o słabnięciu popytu krajowego oraz o strukturalnych problemach w chińskiej gospodarce w postaci nadmiernych zdolności produkcyjnych w niektórych gałęziach przemysłu.

Prognozy

Prognozy z lutego br. dotyczące wzrostu gospodarczego Chin w 2014 roku praktycznie się nie zmieniły w porównaniu z prognozami z października ub. r. – nadal oczekiwany jest nieznaczny spadek dynamiki PKB w br. w porównaniu z rokiem ubiegłym. W lutym br. analitycy rynkowi (ankieta Bloomberg) oczekiwali wzrostu gospodarczego w br. na poziomie 7,5% (podczas gdy w październiku ub. r. oczekiwali dynamiki PKB w tym roku na poziomie 7,4%). W lutym br. analitycy oczekiwali, że inflacja w br. wyniesie odpowiednio 3,0% (wobec październikowych oczekiwań na poziomie 3,1%).

Obecnie oczekuje się, że lekkie spowolnienie wzrostu PKB w 2014 r. będzie wynikiem dokonanej zmiany nastawienia w chińskiej polityce gospodarczej. W 2013 r. polityka ta była skoncentrowana na stabilizowaniu dynamiki PKB, natomiast zgodnie z zapowiedziami rządu chińskiego w bieżącym roku i kolejnych latach priorytet będą miały reformy strukturalne, dzięki którym wzrost gospodarczy powinien być bardziej zrównoważony, choć sama jego dynamika może być niższa od tej z ostatnich lat. W szczególności, należy oczekiwać zwiększenia kontroli wydatków publicznych, w tym zwłaszcza dokonywanych na szczeblu samorządowym poprzez wzrost zadłużenia, a także dalszych działań mających na celu ograniczenie rozrostu tzw. równoległego systemu bankowego. Należy spodziewać się, że władze Chin będą starały się w pierwszej kolejności wprowadzać te reformy, które nie wpłyną znacząco

negatywnie na dynamikę PKB w krótkim okresie (np. ułatwienia w zakładaniu firm, deregulacja rynku kapitałowego, wsparcie rozwoju sektora usług). W bieżącym roku otoczenie zewnętrzne, w tym zwłaszcza ożywienie w gospodarkach rozwiniętych, powinno wspierać chiński wzrost gospodarczy, natomiast ryzyka dla wzrostu PKB tkwią raczej wewnątrz gospodarki Chin, zwłaszcza we wspomnianym równoległym systemie bankowym, który uległ gwałtownemu rozrostowi w ostatnich latach. Nasilenie się problemów w tym sektorze mogłoby poważnie zagrozić stabilności finansowej Chin i istotnie obniżyć dynamikę PKB. Warto jednocześnie wspomnieć, że ewentualne silniejsze spowolnienie dynamiki PKB w Chinach miałyby istotny wpływ na gospodarkę globalną, a zwłaszcza na gospodarkę wschodzącą (zob. *Możliwe skutki kryzysu finansowego w Chinach dla gospodarki światowej*).

Tabela 9. Prognozy makroekonomiczne dla Chin

	2013	2014	2015	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014
realny PKB, % r/r							
MFW (sty-14)	7,7*	7,5	7,3	-	-	-	7,6
OECD (lis-13)	7,7*	8,2	7,5	-	-	-	-
Bloomberg (lut-14)	7,7*	7,5	7,2	7,6	7,6	7,4	7,4
CPI, % r/r							
MFW (sty-14)	2,6*	-	-	-	-	-	-
OECD (lis-13)	2,6*	2,4	2,4	-	-	-	-
Bloomberg (lut-14)	2,6*	3,0	3,2	2,7	3,0	3,0	3,2

* dane rzeczywiste

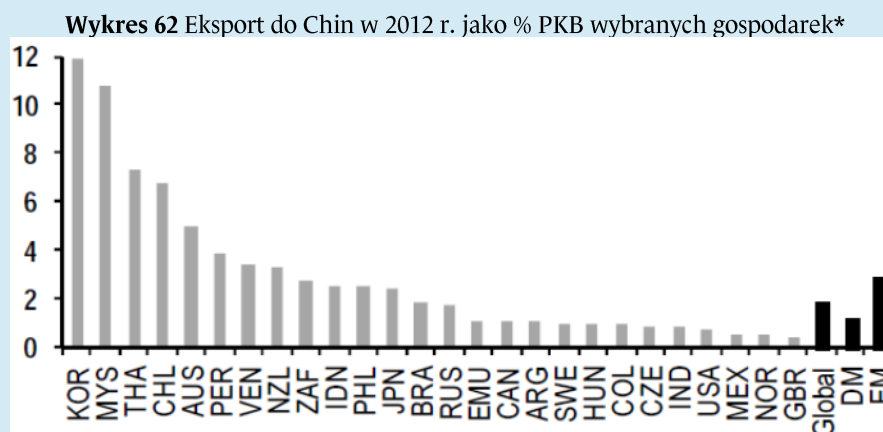
Możliwe skutki kryzysu finansowego w Chinach dla gospodarki światowej

Po 2008 r. w Chinach miała miejsce silna ekspansja kredytu, zwłaszcza w tzw. równoległym systemie bankowym (*shadow banking*), co zwiększyło obawy o możliwość wybuchu w Chinach kryzysu finansowego i silnego spadku dynamiki PKB. Jakie skutki dla gospodarki globalnej mógłby mieć ewentualny kryzys finansowy i silne wyhamowanie wzrostu gospodarczego w Chinach?

„Twarde lądowanie” gospodarki Chin, mogłoby wpłynąć na koniunkturę globalną czterema kanałami: w sposób „mechaniczny”, a także poprzez handel zagraniczny, wpływ na ceny surowców oraz kanał finansowy, choć wyraźne rozdzielanie tych trzech kanałów jest niezwykle trudne. Jeżeli chodzi o efekt „mechaniczny”, spowolnienie wzrostu w Chinach przełożyłoby się na wolniejszy globalny wzrost gospodarczy ze względu na fakt, że Chiny są częścią gospodarki globalnej i to w dodatku zajmują drugie miejsce na świecie pod względem wielkości PKB. Według szacunków analityków Societe Generale (2014), spowolnienie dynamiki PKB w Chinach do 4% r/r w „mechaniczny” sposób przełożyłoby się na spadek globalnego wzrostu o 0,7 pkt. proc. Po uwzględnieniu pozostałych trzech kanałów oddziaływania, globalny wzrost obniżyłoby się o 1,5 pkt. proc. w ciągu pierwszego roku.

Kanał handlu zagranicznego

Chiny są istotnym źródłem popytu globalnego, jednak ich znaczenie jest różne dla poszczególnych regionów świata i poszczególnych gospodarek. Biorąc pod uwagę udział eksportu do Chin w całkowitym eksporcie, krajami najbardziej narażonymi na działanie kanału handlowego wydają się być gospodarki wschodzące (*emerging markets*, EM) z Azji i Ameryki Południowej, a także Australia i Nowa Zelandia (Wykres 62). Warto jednocześnie zaznaczyć, że choć popyt importowy Chin stanowi ok. 3% światowego PKB, istotna część chińskiego importu jest reeksportowana, w związku z czym liczba ta może zawyżać faktyczne znaczenie chińskiego popytu dla gospodarki globalnej.

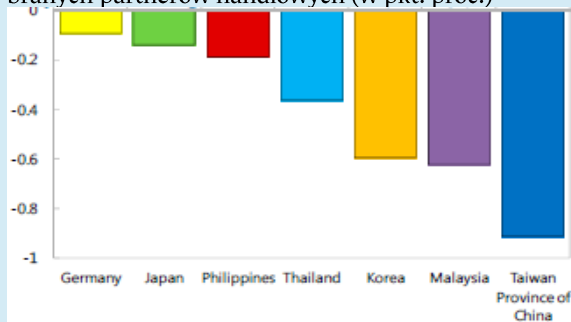


* nie pokazano Hongkongu (91%) i Singapuru (16%)

Źródło: JP Morgan (2014a: 17)

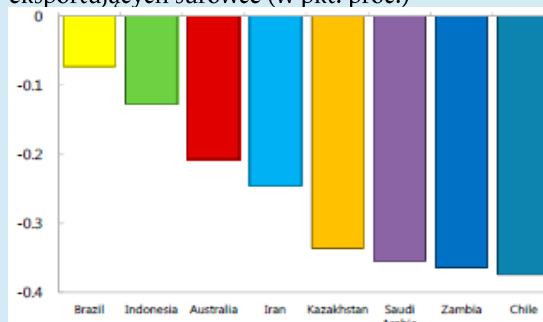
Biorąc pod uwagę, że chiński wzrost gospodarczy w okresie po 2008 r. oparty był przede wszystkim na inwestycjach, dla oddziaływania kanału handlowego istotny jest zwłaszcza wpływ ewentualnego spowolnienia dynamiki inwestycji w Chinach w rezultacie nasilenia się problemów w tamtejszym systemie finansowym. Udział dóbr importowanych jest bowiem znacznie większy w przypadku inwestycji niż w przypadku dóbr konsumpcyjnych, głównie poprzez surowce i maszyny. Zgodnie z szacunkami Międzynarodowego Funduszu Walutowego (Ahuja i Nabar, 2012) spowolnieniu dynamiki inwestycji w Chinach o 1 pkt. proc. mógłby towarzyszyć spadek tempa globalnego wzrostu gospodarczego o ok. 0,1 pkt. proc. po upływie roku. Efekt ten ustąpiłby po 5-8 kwartałach. Spowolnienie inwestycji w Chinach prawdopodobnie najbardziej odczułyby azjatyckie kraje-poddostawcy oraz eksporterzy surowców o mało zdywersyfikowanej gospodarce (por. Wykres 63 i Wykres 64).

Wykres 63. Wpływ spowolnienia dynamiki inwestycji w Chinach o 1 pkt. proc. na dynamikę PKB wybranych partnerów handlowych (w pkt. proc.)



Źródło: Ahuja, Nabar (2012: 6)

Wykres 64. Wpływ spowolnienia dynamiki inwestycji w Chinach o 1 pkt. proc. na dynamikę PKB krajów eksportujących surowce (w pkt. proc.)



Źródło: Ahuja, Nabar (2012: 6)

Kanał cen surowców

Spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach miałoby również zauważalny wpływ na ceny surowców. Według oszacowań MFW (Roache, 2012), opartych na modelach VAR, zmiany ogólnej aktywności gospodarczej w Chinach wywierają istotny wpływ na ceny ropy i niektórych metali w krótkim okresie. Jednorazowy szok w postaci spadku o 1 pkt. proc. dynamiki m/m produkcji przemysłowej w Chinach prowadzi po upływie 1 roku do spadku realnej ceny ropy o ok. 2,5% i ceny miedzi o ok. 2,25%. Reakcja cen pozostałych metali na szok popytowy w Chinach okazała się nieistotna statystycznie. Wpływ Chin na światowy rynek surowców wzrasta, jednak nadal jest wyraźnie mniejszy od wpływu Stanów Zjednoczonych. Przykładowo, reakcja cen ropy na szok w postaci zmiany dynamiki m/m amerykańskiej produkcji przemysłowej byłaby 4-krotnie silniejsza niż w przypadku szoku popytowego w Chinach. Silniejszą reakcją cen surowców na amerykańskie szoki popytowe można tłumaczyć ich większą trwałością i większym znaczeniem Stanów Zjednoczonych dla popytu globalnego.

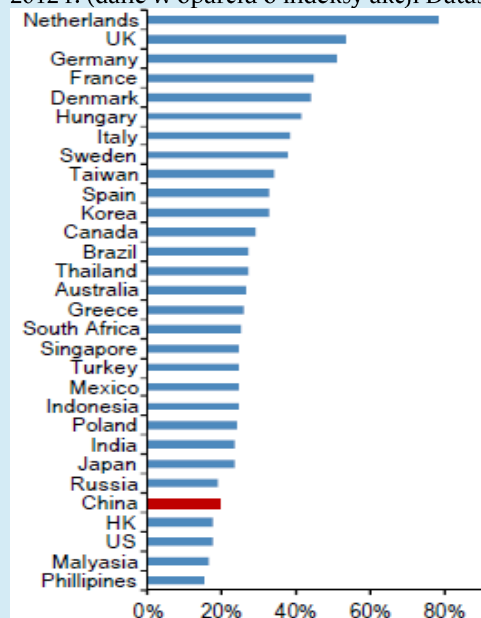
Według szacunków JP Morgana (2014a), również opartych na modelach VAR, spadkowi dynamiki PKB w Chinach o 1 pkt. procentowy towarzyszyłby spadek cen ropy o 10%. Spadek cen ropy miałby jednak pozytywny wpływ na kraje importujące ten surowiec, co z kolei powinno przełożyć się na wzrost światowego PKB o ok. 0,14 pkt. proc. w ciągu roku, ceteris paribus.

Warto w tym miejscu przytoczyć także wyniki ankiety przeprowadzonej przez Societe Generale (2014) wśród ponad 100 klientów tej instytucji. Zgodnie z odpowiedziami ankietowanych, w przypadku spadku średniorocznej dynamiki PKB w Chinach do poziomu 4% w 2014 r., spodziewają się oni spadku cen ropy Brent o 25% oraz cen miedzi o 30% w stosunku do poziomu ze stycznia br.

Kanał finansowy

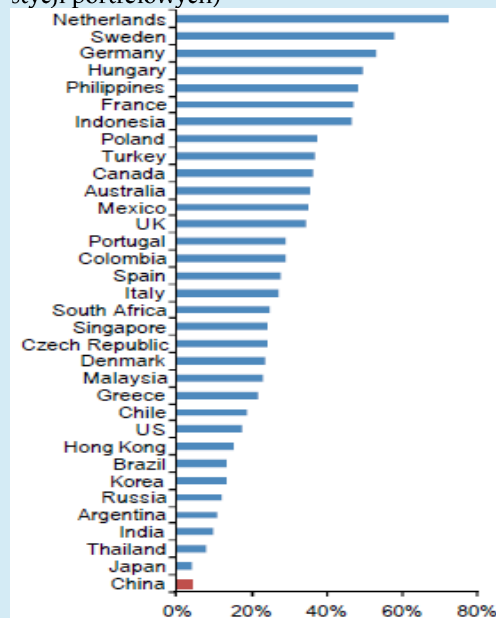
Biorąc pod uwagę dość niski stopień otwartości chińskiego systemu finansowego, siła oddziaływania kanału finansowego nie powinna być duża i efekt zarażania reszty świata poprzez ten kanał powinien być ograniczony. Udział inwestorów zagranicznych na chińskim rynku akcji i obligacji jest niewielki. Zgodnie z danymi MFW (*Coordinated Investment Portfolio Survey*) pod koniec 2012 r. wartość chińskich aktywów portfelowych w rękach inwestorów zagranicznych wynosiła 644 mld USD (JP Morgan, 2014b: 4), z czego 80% tych aktywów stanowiły akcje. Pod koniec 2012 r. w rękach inwestorów zagranicznych znajdowało się 19% chińskich akcji, czyli niewiele w porównaniu z krajami rozwiniętymi i innymi gospodarkami wschodzącymi (Wykres 65). Udział inwestorów zagranicznych na rynku długu był jeszcze niższy – ok. 4% (Wykres 66). Niski udział inwestorów zagranicznych nie tylko zmniejsza potencjalny efekt zarażenia reszty świata w przypadku chińskiego kryzysu finansowego, ale również chroni Chiny przed nagłymi wzrostami globalnej awersji do ryzyka i skutkami nagłego wycofywania się inwestorów zagranicznych (czego w ostatnich tygodniach doświadczyły pozostałe EM, ale nie Chiny).

Wykres 65. Udział inwestorów zagranicznych na rynku akcji w wybranych gospodarkach pod koniec 2012 r. (dane w oparciu o indeksy akcji Datastream)



Źródło: JP Morgan (2014b: 5)

Wykres 66. Udział inwestorów zagranicznych na rynku długu pod koniec 2012 r. (dane BIS dot. inwestycji portfelowych)



Źródło: JP Morgan (2014b: 5)

Wydaje się również, że czynnikiem zmniejszającym globalną siłę oddziaływania ewentualnego kryzysu finan-

sowego w Chinach jest niski udział banków zagranicznych w zobowiązaniach chińskich banków ogółem. Zgodnie z danymi Banku Rozrachunków Międzynarodowych (JP Morgan 2014b 4), w III kw. 2013 r. globalne należności banków zagranicznych od banków chińskich wynosiły 660 mld USD, co stanowiło jedynie 2,6% wszystkich światowych należności zagranicznych. Dla porównania, wartość globalnych należności zagranicznych od banków amerykańskich wynosiła w tym samym okresie 5,5 bln USD, co stanowiło 22% wszystkich globalnych należności zagranicznych. W związku z powyższym wydaje się, że ewentualny kryzys finansowy w Chinach miałby nieporównanie mniejszy negatywny wpływ na gospodarkę światową poprzez kanał finansowy niż amerykański kryzys subprime. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że niskie prawdopodobieństwo rozprzestrzeniania się ewentualnego chińskiego kryzysu finansowego poprzez kanał finansowy, oznacza, że negatywny wpływ na gospodarkę globalną miałby nieco wolniejszy przebieg, gdyż „zarażenie” poprzez kanał finansowy zwykle następuje szybciej niż poprzez kanał handlowy. Ankietowani przez Societe Generale (2014) klienci w styczniu br. spodziewali się, że „twarde lądowanie” w Chinach, a więc spadek średniorocznej dynamiki PKB do poziomu 4% skutkowałoby spadkiem amerykańskiego indeksu S&P 500 o 12% oraz europejskiego indeksu Stoxx 50 o 15%. Doświadczenie okresu po kryzysie subprime podpowiada, że wyraźne spowolnienie dynamiki PKB w Chinach prawdopodobnie skutkowałoby wzrostem awersji do ryzyka, a w konsekwencji również wyraźną aprecjacją dolara amerykańskiego i deprecjacją walut krajów silnie powiązanych handlowo z Chinami, eksportujących surowce, a także walut krajów EM o słabszych fundamentach gospodarczych.

Całkowity wpływ różnych kanałów oddziaływania

Zgodnie z wynikami estymacji modelu VAR³² (JP Morgan, 2014a), negatywnemu szokowi obniżającemu dynamikę PKB w Chinach o 1 pkt. proc. towarzyszyłoby obniżenie się dynamiki PKB „reszty świata” o 0,35 pkt. proc. po 4 kwartałach od szoku, a wliczając gospodarkę Chin dynamika wzrostu globalnego obniżyłaby się o 0,46 pkt. proc. (Tabela 10 i Wykres 67). Wpływ koniunktury w Chinach na wzrost globalny byłby więc większy niż wynikałoby z samego udziału chińskiego importu w globalnym PKB. Oznacza to, że efekty mnożnikowe z kanału handlowego są większe niż się sądzi i/lub że siła oddziaływania kanału finansowego jest faktycznie większa niż wynikałoby z samych tylko danych nt. bankowych zobowiązań zagranicznych.

Negatywny wpływ spowolnienia gospodarczego w Chinach nie byłby jednak równomierny w skali świata, ale skoncentrowany w krajach EM: spadkowi dynamiki chińskiego PKB o 1 pkt. proc. towarzyszyłoby obniżenie tempa wzrostu w pozostałych krajach EM o 0,73 pkt. proc. w ciągu 4 kwartałów, a po uwzględnieniu Chin, dynamika PKB w całej grupie EM obniżyłaby się o 1,1 pkt. proc. Zgodnie z oszacowaniami, największy wpływ osłabienia dynamiki PKB w Chinach miałoby na gospodarki wschodzące regionu EMEA (Europy, Bliskiego Wschodu i Afryki) oraz kraje Ameryki Łacińskiej, nieco mniejszy zaś na pozostałe EM w Azji. Wynik ten jest nieco zaskakujący i wydaje się, że można go tłumaczyć faktem, że docelowym motorem wzrostu dla azjatyckich EM po wyłączeniu Chin jest jednak popyt ze Stanów Zjednoczonych, chiński popyt ma natomiast większe znaczenie dla krajów Ameryki Łacińskiej oraz Bliskiego Wschodu i Afryki, które w istotnej części są eksporterami surowców). Istotnym wnioskiem jest to, że w świetle tych wyników koniunktura w Chinach ma podobne znaczenie dla koniunktury w EM co Stany Zjednoczone i strefa euro, pomimo że PKB Chin odpowiada jedynie ok. połowie PKB tych dwóch gospodarek razem wziętych.

³² W modelu jako zmienne wykorzystano dynamikę PKB kw/kw w Chinach, Stanach Zjednoczonych, strefie euro, Japonii, pozostałych krajach rozwiniętych, pozostałych azjatyckich krajach EM, Ameryce Łacińskiej, oraz gospodarkach wschodzących regionu EMEA (Europe, Middle East and Africa), a także procentową zmianę ceny ropy Brent. Model wyestymowano na danych za okres I kw. 2000-IV kw. 2013.

Spowolnienie gospodarcze w Chinach miałyby natomiast wyraźnie słabszy wpływ na koniunkturę w krajach rozwiniętych: spadkowi dynamiki chińskiego PKB o 1 pkt. proc. towarzyszyłyby osłabienie wzrostu w tych krajach o 0,21 pkt. proc. w ciągu 4 kwartałów. Dla porównania, wpływ podobnej wielkości szoku z gospodarki amerykańskiej jest ok. 4-krotnie większy (Wykres 67), choć już w przypadku strefy euro jest on jedynie nieznacznie większy.

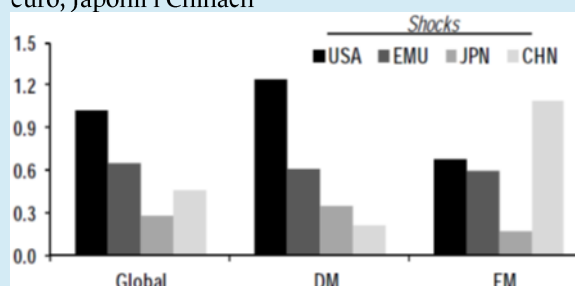
Wreszcie globalny wpływ spowolnienia dynamiki wzrostu w Chinach o 1 pkt. proc. byłby ok. dwukrotnie mniejszy niż wpływ spowolnienia o 1 pkt. proc. w Stanach Zjednoczonych oraz o ok. 20% mniejszy niż wpływ podobnego spowolnienia w strefie euro.

Tabela 10. Skumulowany spadek (w pkt. proc.) dynamiki PKB na świecie i w wybranych grupach gospodarek po 4 kwartałach od spadku o 1 pkt. proc. dynamiki PKB w USA, strefie euro, Japonii i Chinach

	Impulse			
	USA	EMU	JPN	CHN
Global	1.01	0.65	0.28	0.46
Direct	0.24	0.21	0.09	0.12
Spillover	0.77	0.44	0.19	0.35
Developed	0.86	0.32	0.20	0.21
Emerging	0.68	0.60	0.16	0.73
Asia	0.39	0.50	0.10	0.51
Latin America	0.92	0.48	0.22	0.82
EMEA	1.31	1.06	0.32	0.92

Źródło: JP Morgan (2014a: 18)

Wykres 67. Skumulowany spadek (w pkt. proc.) dynamiki PKB na świecie, w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących po 4 kwartałach od spadku o 1 pkt. proc. dynamiki PKB w USA, strefie euro, Japonii i Chinach



Źródło: JP Morgan (2014a: 18)

Bibliografia:

- Ahuja A., Nabar M. (2012), *Investment-Led Growth in China: Global Spillovers*, IMF Working Paper WP/12/267, November.
- JP Morgan (2014a), *Global spillovers from China*, Global Data Watch, 31 January.
- JP Morgan (2014b), *How scary are China's shadow banks?*, Flows and Liquidity, 31 January.
- Roache S. (2012), *China's Impact on World Commodity Markets*, IMF Working Paper WP/12/115, May.
- Societe Generale (2014), *What if China lands hard? UPDATE*, Special Report, February.

Brazylia

- Osłabienie dynamiki wzrostu PKB w II poł. 2013r.
- Wskaźniki bieżącej koniunktury potwierdzają słabnący popyt wewnętrzny.
- W obliczu wysokiej inflacji i deprecjacji reala, Bank Centralny Brazylii kontynuuje cykl zacieśniania polityki pieniężnej.
- Oczekiwane spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego i utrzymanie inflacji na wysokim poziomie w 2014r.

Wzrost gospodarczy

W II połowie ub.r. wygasł efekt jednorazowych czynników napędzających gospodarkę Brazylii.

Obniżenie tempa wzrostu w III kw. br. wynikało z pogorszenia salda wymiany handlowej oraz osłabienia popytu krajowego.

Popyt krajowy jest w coraz większej mierze ograniczany wysoką inflacją oraz restrykcyjną polityką pieniężną. Inflacja, napędzana przede wszystkim silnym wzrostem ceny żywności i usług, utrzymuje się nadal na wysokim poziomie.

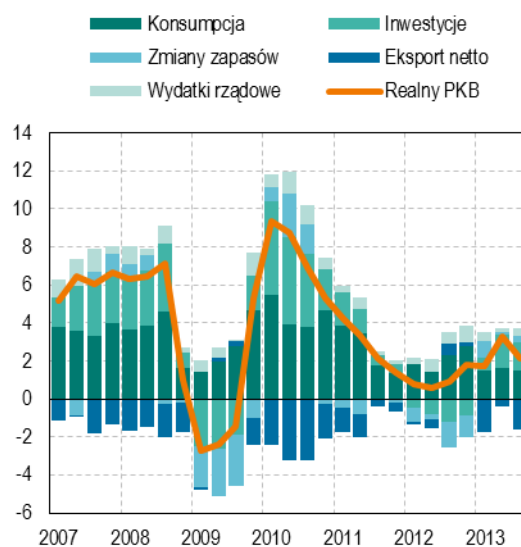
Prognozy ośrodków analitycznych oraz wyprzedzające wskaźniki koniunktury wskazują na osłabienie wzrostu gospodarczego oraz wysoką inflację w 2014r.

Wzrost gospodarczy

Roczne tempo wzrostu gospodarczego Brazylii spowolniło w III kw. ub.r. do 2,2% r/r (wobec 3,3% r/r w II kw. ub.r.). Głównymi przyczynami spowolnienia były: pogorszenie salda wymiany handlowej, osłabienie dynamiki nakładów inwestycyjnych oraz dalsze obniżenie tempa wzrostu wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Wzrosła jedynie dynamika spożycia zbiorowego.

Po bardzo silnych I i II kw. ub.r., w III kw. ub.r. eksport spowolnił. Przyczyny obniżenia dynamiki to z jednej strony wygaśnięcie czynników jednorazowych³³ a z drugiej osłabienie popytu zewnętrznego, głównie ze strony Chin i Argentyny. Pozytywny wpływ na eksport ze strony słabego reala jest osłabiany przez wysoką inflację.

Wykres 68. Dynamika PKB w Brazylii wg głównych kategorii popytu (% r/r)



Źródło: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Pomimo wsparcia ze strony rządowych programów pomocy kredytowej, spowolniły inwestycje. Dynamika nakładów inwestycyjnych na poziomie 7,3% r/r w III kw. ub.r. (wobec 9,1% r/r w II kw. ub.r.) odzwierciedlała wprawdzie efekt niskiej bazy; jednak ważnym czynnikiem ograniczającym wzrost nakładów inwestycyjnych był spadek zaufania przedsiębiorców wobec: wzrostu kosztu kapitału spowodowanego zacieśnieniem polityki pieniężnej oraz zwiększonej niepewności na rynkach finansowych.

Ograniczeniem dla dynamiki PKB było również dalsze osłabienie wydatków konsumpcyjnych go-

³³ Rekordowe zbiory w rolnictwie w I poł. ub.r. przełożyły się na silny eksport surowców rolnych.

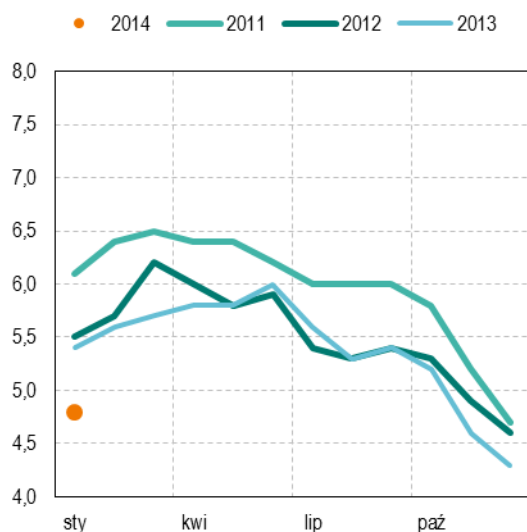
spodarstw domowych. W III kw. ub.r. spożycie indywidualne wzrosło o 2,3% r/r (wobec 2,6% r/r w II kw. ub.r.). Przy znacznym zadłużeniu brazylijskich gospodarstw domowych, restrykcyjna polityka pieniężna negatywnie odbiła się na wzroście kredytu dla gospodarstw domowych oraz zwiększyła koszt dotychczasowego zadłużenia.

Restrykcyjnej polityce pieniężnej towarzyszyła ekspansywna polityka fiskalna, dzięki czemu spożycie zbiorowe wzrosło o 2,3% r/r w III kw. ub.r. (wobec 0,8% r/r w II kw. ub.r.). Wzrost ten nie był jednak w stanie bezpośrednio zniwelować negatywnych tendencji w pozostałych kategoriach popytowych.

Rynek pracy

W II poł. ub.r. stopa bezrobocia nadal spadała i osiągnęła 4,8% w styczniu br. Od III kw. ub.r. mniejszemu bezrobociu towarzyszył jednak spadek zatrudnienia, co świadczy o obniżeniu liczby ludności aktywnej ekonomicznie. W tym okresie, ze względu na stosunkowo niski wzrost wynagrodzeń nominalnych oraz inflację utrzymującą się na wysokim poziomie, odnotowano spowolnienie wzrostu przeciętnego wynagrodzenia realnego.

Wykres 69. Stopa bezrobocia (%)

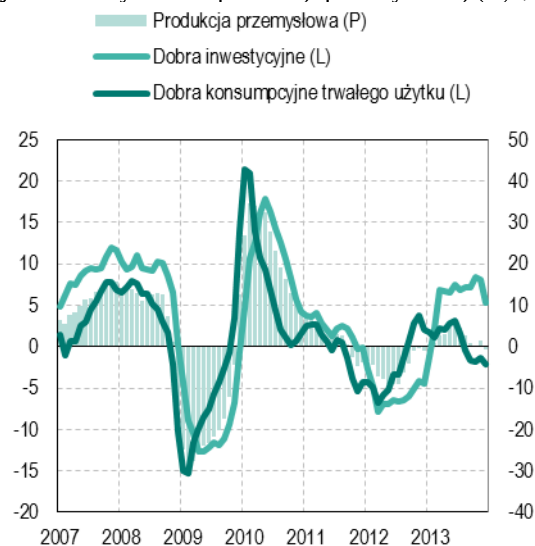


Źródło: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Koniunktura przedsiębiorstw

W II poł. ub.r. tempo wzrostu produkcji przemysłowej spadło niemal do zera. W tym okresie najsilniej kurczyła się produkcja dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku. Mniejsze spadki produkcji zostały odnotowane w przypadku pozostałych dóbr konsumpcyjnych oraz dóbr pośrednich. Dynamika produkcji dóbr inwestycyjnych utrzymywała się jednak nadal na wysokim poziomie, głównie dzięki zwiększonej produkcji sprzętu transportowego.

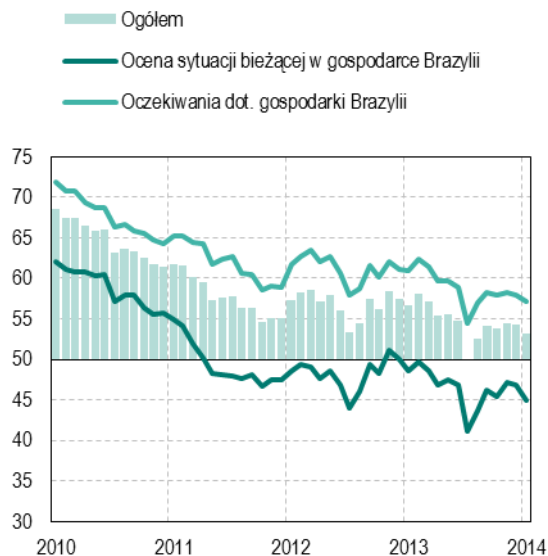
Wykres 70. Dynamika produkcji przemysłowej (% r/r)



Źródło: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

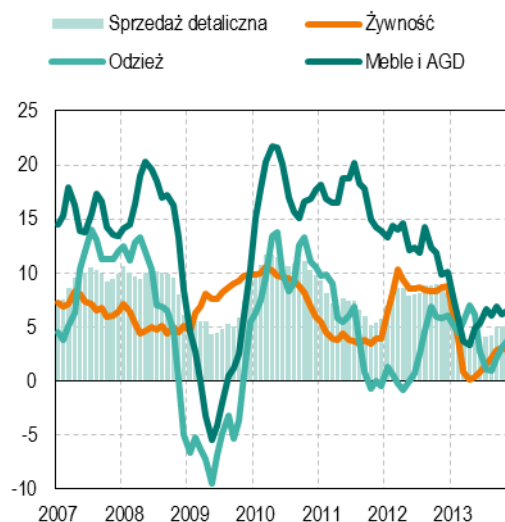
Wskaźniki zaufania kół biznesu nie wskazują na możliwość znacznej poprawy koniunktury przemysłowej w br. Pomimo, że ogólny wskaźnik zaufania ICEI (*Índice de Confiança do Empresário Industrial*) oraz wskaźnik PMI plasuje się powyżej poziomu 50 pkt. (co wskazuje na ekspansję w przemyśle), to sytuacja bieżąca nadal jest oceniana negatywnie a oczekiwania pogorszyły się na początku br.

Wykres 71. Wskaźnik zaufania w przemyśle (pkt.)



Źródło: Confederação Nacional da Indústria

Wykres 72. Dynamika sprzedaży detalicznej po wyłączeniu samochodów i materiałów budowlanych (% r/r)



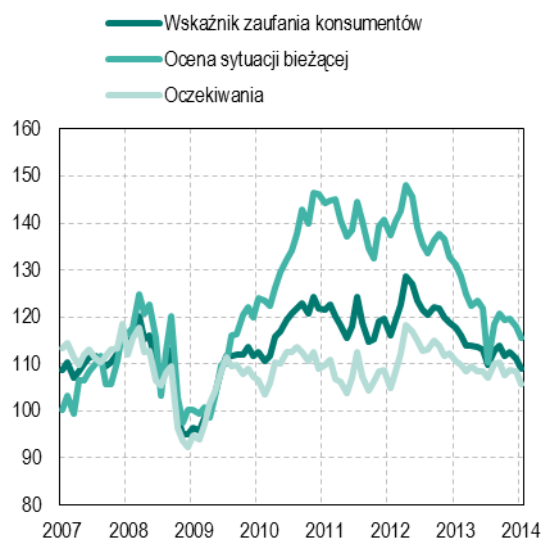
Źródło: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Koniunktura konsumencka

Pomimo poprawy, dane dotyczące sprzedaży detalicznej w II poł. ub.r., nadal wskazują na słabość wydatków gospodarstw domowych. Dynamika sprzedaży detalicznej w III kw. ub.r. wyniosła 4,9% r/r oraz 5,2% r/r w IV kw. ub.r. Do niewielkiej poprawy przyczyniła się wyższa dynamika sprzedaży żywności oraz ograniczenie spadków sprzedaży w pozostałych kategoriach handlowych.

Niskie tempo wzrostu sprzedaży detalicznej jest spójne ze stabilizacją wskaźników nastrojów konsumentów na niskim poziomie w II poł. ub.r. Decydującym czynnikiem w negatywnym postrzeganiu sytuacji bieżącej był wysoki (i nadal rosnący) poziom cen żywności.

Wykres 73. Wskaźnik zaufania konsumentów (pkt.)



Źródło: Fundação Getulio Vargas

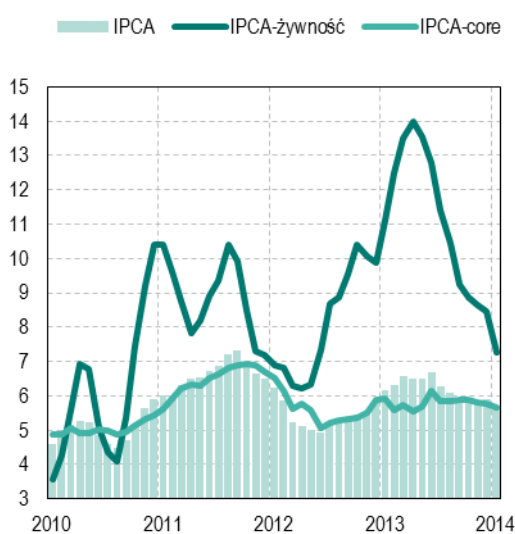
Inflacja

W IV kw. u.br. inflacja mierzona wskaźnikiem IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) spadła nieznacznie poniżej 6% w skali rocznej i utrzymała się na średnim poziomie 5,6% w styczniu br. Pomimo wysokiego poziomu, inflacja nie przekra-

cza górnej granicy celu inflacyjnego BCB (*Banco Central do Brasil*).

W ostatnim kwartale ubiegłego roku i na początku bieżącego roku, BCB kontynuował cykl zacieśniania polityki pieniężnej; stopy procentowe zostały podniesione o 325 pkt. baz. a ostatnia podwyżka miała miejsce w styczniu br., kiedy podniesiono stopę Selic do poziomu 10,5%. Dzięki tym działaniom, oraz wysiłkom pozostałej administracji centralnej polegającym na ograniczeniu podwyżek cen regulowanych i wprowadzeniu niższych stawek podatkowych na szereg towarów, inflacja bazowa utrzymywała się na stabilnym poziomie do końca ub.r. Skuteczność tych działań była jednak nadal ograniczana przez stosunkowo silny wzrost cen żywności i usług³⁴ oraz cen transportu.

Wykres 74 Roczne zmiany wskaźnika cen konsumpcyjnych IPCA (% , r/r)



Źródło: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Dodatkowo, istotnym czynnikiem niekorzystnie wpływającym na inflację w ubiegłym roku była deprecjacja reala brazylijskiego. Od początku ub.r. real brazylijski zdeprecjonował się wobec USD o pra-

wie 18%; najsilniejsze spadki wartości reala brazylijskiego były odnotowane w II i IV kw. ub.r.

Prognozy

Dane dotyczące wzrostu w III kw. ub.r. oraz wskaźniki koniunktury za IV kw. ub.r. zawiodły analityków instytucji finansowych uczestniczących w ankiecie Banku Centralnego Brazylii. Wbrew oczekiwaniom, spowolniły nakłady inwestycyjne oraz szybko wygasł pozytywny wpływ rekordowych zbiorów w rolnictwie na wymianę handlową. Zgodnie z oczekiwaniami nastąpiło natomiast dalsze spowalnianie konsumpcji gospodarstw domowych. Po opublikowaniu danych za III kw. ub.r. można było zaobserwować stopniowe rewizje w dół szacunków PKB na cały 2013r.; aktualnie szacuje się, że wzrost PKB wynosił 1,7% r/r w IV kw. ub.r. oraz 2,2% w 2013r.

Korekcie w dół uległy również oczekiwania dot. wzrostu PKB w 2014r. Oprócz tych samych, co w ub.r., czynników spowalniających wzrost gospodarczy, wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych i inwestycje będą miały: restrykcyjna polityka pieniężna, ograniczony napływ kapitału, inflacja utrzymująca się na wysokim poziomie oraz wygaśnięcie z końcem ub.r. programów stymulujących wydatki inwestycyjne. Według aktualnych prognoz analityków instytucji finansowych uczestniczących w ankiecie Banku Centralnego Brazylii, wzrost PKB nie przekroczy 2% w 2014r.

Pomimo zacieśniania polityki pieniężnej i spowolnienia gospodarczego oczekuje się, że inflacja pozostanie w 2014r. na poziomie porównywalnym z końcem ub.r. Głównymi czynnikami utrzymującymi wzrost cen na wysokim poziomie będą oczekiwane podwyżki cen regulowanych, opóźnione efekty deprecjacji reala brazylijskiego oraz ekspansywna polityka fiskalna. Według aktualnych prognoz inflacja utrzyma się na przeciętnym poziomie 6% w 2014r.

³⁴ Pomimo spadku cen soi, ceny żywności nadal rosły ze względu na niekorzystne uwarunkowania pogodowe w Stanach Zjednoczonych oraz na rosnące koszty transportu.

Tabela 11 Prognozy makroekonomiczne dla Brazylii

	2013	2014	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
realny PKB, % r/r						
IMF (WEO 01.2014)	2,3	2,3	2,8	-	-	-
JPMorgan	2,3	2,1	2,2	2,0	2,5	1,1
Morgan Stanley	2,1	1,9	1,5	1,9	2,0	0,7
Barclays	2,2	1,9	2,6	1,6	2,1	0,9
Goldman Sachs	2,2	2,3	2,9	1,8	2,4	1,3
Nomura Securities	2,1	1,7	2,5	1,3	2,2	0,9
Banco SICREDI	2,2	2,1	2,6	1,8	2,4	1,2
Banco Fator SA	2,3	2,1	1,9	2,2	2,5	2,1
Inflacja IPCA, % r/r						
IMF (WEO 10.2013)	-	5,8	5,3	-	-	-
JPMorgan	-	5,9	5,5	-	5,9	5,7
Morgan Stanley	-	6,1	6,1	-	5,8	5,9
Barclays	-	5,9	6,0	-	5,9	6,0
Goldman Sachs	-	5,8	5,5	-	5,9	5,7
Nomura Securities	-	6,0	5,0	-	5,7	5,6
Banco SICREDI	-	5,9	5,7	-	6,0	6,1
Banco Fator SA	-	6,0	5,6	-	6,0	6,1

Źródło: Bloomberg (ankieta 23 stycznia 2014r.)

Rosja

- W III kw. ub. r. stabilizacja dynamiki PKB na niskim poziomie
- Silny spadek inwestycji w styczniu br.
- Niekorzystna koniunktura w przemyśle
- Słabnący popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych: spadek dynamiki sprzedaży detalicznej, stagnacja w sektorze usług
- Inflacja relatywnie stabilna
- Wyraźne obniżenie prognoz dynamiki PKB na rok bieżący i przyszły

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

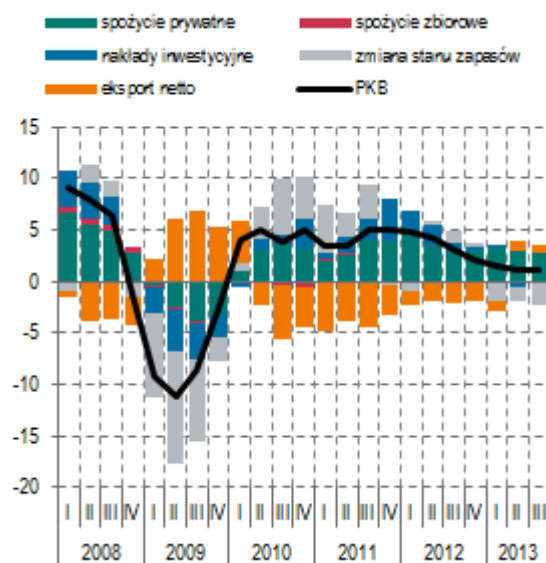
W 2013 r. rosyjski wzrost gospodarczy uległ wyraźnemu obniżeniu. Dostępne dane za styczeń br. wskazują, że w I kw. br. raczej nie należy się spodziewać istotnej poprawy koniunktury. W szczególności, w styczniu br. w ujęciu r/r nastąpił bardzo silny spadek inwestycji, a w mniejszym stopniu również produkcji przemysłowej. W styczniu br. do najniższego poziomu od czerwca 2009 r. spadł wskaźnik PMI w przetwórstwie przemysłowym. W ostatnim okresie pojawiły się również sygnały słabnięcia popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych. Na fali słabnącego wzrostu realnych wynagrodzeń, malejącej dynamiki kredytu i stopniowego pogarszania się sytuacji na rynku pracy, osłabiła się dynamika sprzedaży detalicznej. Ponadto w sektorze usług od dłuższego czasu trwa stagnacja.

W 2014 r. trudno oczekiwać istotnej poprawy koniunktury gospodarczej w Rosji. Można oczekiwać, że stopniowe słabnięcie spożycia prywatnego przy jednoczesnym braku wyraźniejszego ożywienia inwestycji i popytu zewnętrznego na surowce eksportowane przez Rosję będą skutkowały relatywnie niskim tempem wzrostu PKB.

Wzrost gospodarczy

Zgodnie ze wstępnymi danymi, w 2013 r. dynamika PKB w Rosji obniżyła się do 1,3% (z 3,4% w 2012 r.). W III kw. 2013 r. utrzymała się ona na poziomie z II kw. ub. r., tj. 1,2% r/r (nie opublikowano jeszcze danych za IV kw. ub. r.). Spadek dynamiki PKB w ostatnich kilku kwartałach związany był ze słabnącymi inwestycjami przedsiębiorstw oraz spadkiem zapasów, natomiast spożycie gospodarstw domowych do III kw. ub. r. włącznie pozostawało relatywnie odporne na pogarszanie się koniunktury gospodarczej (Wykres 75). Dostępne dane wskazują, że w IV kw. ub. r. inwestycje w dalszym ciągu spadały w ujęciu r/r, a w styczniu br. spadek ten jeszcze się pogłębił i wyniósł 7,0% r/r (Wykres 76). Część tego spadku mogła jednak wynikać z efektów statystycznych związanych z długim okresem świątecznym na początku stycznia br. Można też przypuszczać, że wynikał on również z silnej deprecjacji rubla rosyjskiego, która mogła skłonić przedsiębiorstwa do wzmoczonych zakupów walut obcych kosztem inwestycji w zdolności produkcyjne.

Wykres 75. Dekompozycja PKB w Rosji



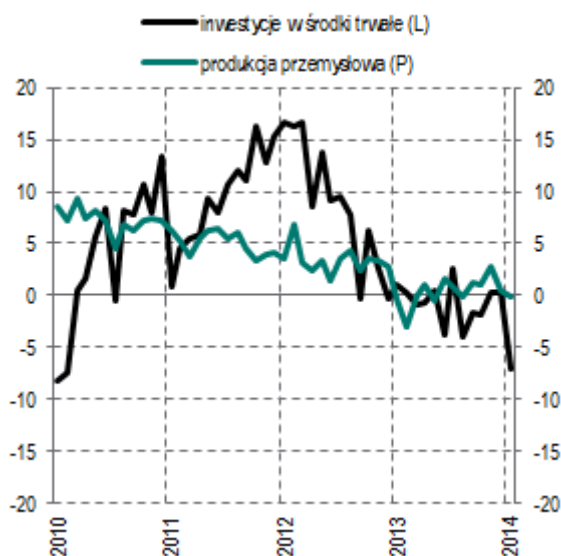
Źródło: Rosyjski Urząd Statystyczny

W ujęciu sektorowym w ostatnich kilku kwartałach osłabiała się zwłaszcza roczna dynamika wartości dodanej w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu oraz transporcie i łączności.

Koniunktura bieżąca

W ostatnich miesiącach ukazały się słabe dane z sektora przemysłowego. Wprawdzie przeciętna miesięczna dynamika produkcji przemysłowej w IV kw. ub. r. przyspieszyła do 1,4% r/r (z 0,6% r/r w III kw. ub. r.), jednak w styczniu br. uległa ona ponownemu obniżeniu (do -0,2% r/r). Styczeniowe spowolnienie dynamiki wynikało przede wszystkim z osłabienia dynamiki produkcji w sektorze zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę, a w mniejszym stopniu, również ze spadku dynamiki produkcji w sektorze przetwórczym. W mniejszym stopniu obniżyła się natomiast dynamika r/r produkcji w sektorze wydobywczym.

Wykres 76. Dynamika inwestycji w środki trwałe i produkcji przemysłowej w Rosji



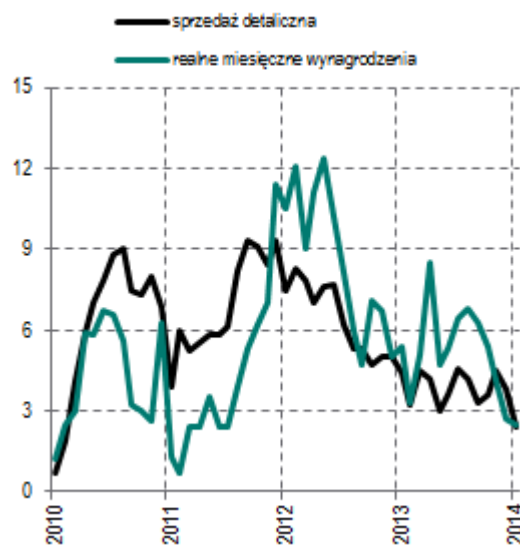
Źródło: Reuters Ecowin

Nastroje firm w sektorze przetwórczym dalej pogarszały się w ostatnim okresie. W styczniu br. wskaźnik PMI (HSBC Markit) spadł (z 48,8 punktu w grudniu ub. r.) do poziomu 48,0 punktów, najniższego od czerwca 2009 r. Tym samym wskaźnik PMI znalazł się po raz szósty poniżej poziomu 50 pkt. w ciągu

ostatnich siedmiu miesięcy. Styczeń br. był drugim miesiącem z ostatnich siedmiu, w którym spadła produkcja i choć tempo spadku było umiarkowane, było jednocześnie najszybsze od maja 2009 r. W styczniu odnotowano również obniżanie się nowych zamówień krajowych, przy czym tempo spadku było najszybsze od lipca 2011 r. Piąty miesiąc z rzędu spadały także zamówienia eksportowe, a rosyjscy producenci siódmy kolejny miesiąc redukowali zatrudnienie.

W rosyjskim sektorze usług trwa stagnacja. Wprawdzie w styczniu br. odpowiedni wskaźnik PMI Services (HSBC Markit) szósty miesiąc z rzędu znalazł się powyżej progu 50 punktów, jednak tylko marginalnie (wyniósł 50,2 punktu). Na dość słaby odczyt wskaźnika złożyło się spowolnienie tempa wzrostu nowych zamówień krajowych. W styczniu br. piąty miesiąc z rzędu zredukowano również zatrudnienie.

Wykres 77. Dynamika sprzedaży detalicznej i miesięcznych realnych wynagrodzeń w Rosji



Źródło: Reuters Ecowin

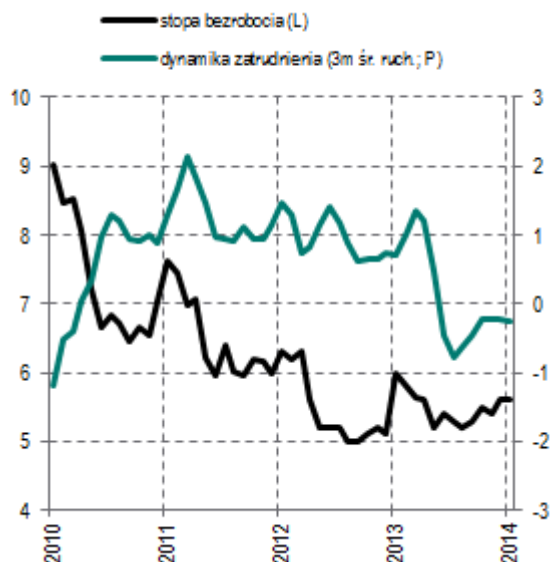
W ostatnim okresie doszło również do osłabienia dynamiki sprzedaży detalicznej, która w styczniu br. wzrosła o 2,4% r/r, tj. najslabiej od lutego 2010 r. (1,9% r/r) (por. Wykres 77). Na osłabienie konsumpcji gospodarstw domowych w ostatnim okresie wpływ miał prawdopodobnie wolniejszy wzrost realnych wynagrodzeń (por. Wykres 77). W styczniu br. dynamika płac

nominalnych wyniosła 8,7%, a realnych 2,5%. Negatywny wpływ na spożycie prywatne mogła wywrzeć także stopniowo obniżająca się dynamika kredytu dla gospodarstw domowych.

Rynek pracy

Sytuacja na rosyjskim rynku pracy uległa w ostatnim okresie pogorszeniu, choć nadal nie jest zła. Stopa bezrobocia jest niska (5,6% w styczniu br.), jednak od maja ub. r. roczna dynamika zatrudnienia kształtuje się na ujemnym poziomie (Wykres 78).

Wykres 78. Stopa bezrobocia i dynamika zatrudnienia w Rosji

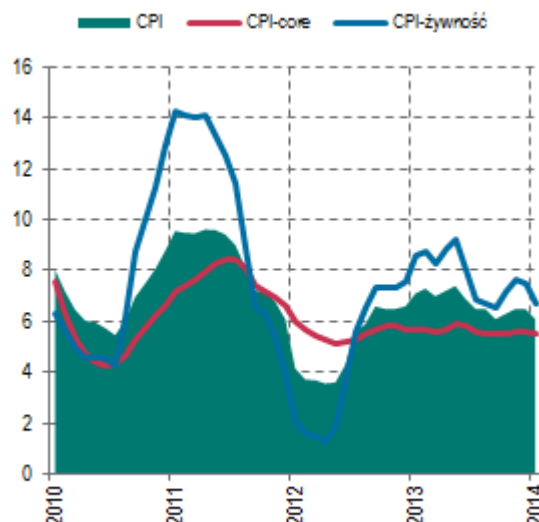


Źródło: Reuters EcoWin

Inflacja

W ostatnich kilku miesiącach inflacja była stabilna. W II poł. ub. r. wahała się w przedziale 6,1%-6,5%, a w styczniu br. wyniosła 6,1% (por. Wykres 5). Stabilna była również inflacja bazowa, która w II poł. ub. r. wahała się w przedziale 5,5%-5,6%, a w styczniu br. wyniosła 5,5%.

Wykres 79. Inflacja CPI w Rosji



Źródło: Reuters EcoWin

Prognozy

W ostatnim okresie wyraźnie obniżono prognozy wzrostu gospodarczego w Rosji w 2014 r. W lutym br. analitycy rynkowi oczekiwali (prognozy z ankiety Bloomberga), że wzrost PKB w Rosji w bieżącym roku wyniesie 2,2% podczas gdy w październiku ub. r. oczekiwano wzrostu na poziomie 2,8%. Warto jednocześnie wspomnieć, że Centralny Bank Rosji oczekuje wzrostu PKB na poziomie poniżej 2% do 2016 r. Relatywnie niskie tempo wzrostu gospodarczego w Rosji w ciągu najbliższego roku będzie wynikało ze stopniowego słabnięcia spożycia prywatnego przy jednoczesnym braku wyraźniejszego ożywienia inwestycji i popytu zewnętrznego na surowce, stanowiące ok. 2/3 rosyjskiego eksportu. Z drugiej strony pewnym wsparciem dla eksportu powinno być wyraźne osłabienie rubla rosyjskiego obserwowane w ostatnich miesiącach.

Powolny wzrost gospodarczy, w tym słabnący popyt wewnętrzny powinny sprzyjać utrzymaniu się inflacji na umiarkowanym poziomie. W lutym br. analitycy oczekiwali inflacji w 2014 roku na poziomie 5,5%, a więc o 0,1 pkt. proc. wyższej niż oczekiwanej w październiku ub. r. i odnotowanej w 2013 r.

Tabela 12. Prognozy makroekonomiczne dla Rosji

	2013	2014	2015	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014
realny PKB, % r/r								
MFW (sty-14)	1,3*	2,0	2,5	1,9	-	-	-	1,5
OECD (lis-13)	1,3*	2,3	2,9	-	-	-	-	-
Bloomberg (lut-14)	1,3*	2,2	2,6	1,6	2,0	2,1	2,1	2,3
CPI, % r/r								
MFW (sty-14)	5,6*	-	-	-	-	-	-	-
OECD (lis-13)	5,6*	5,7	4,5	-	-	-	-	-
Bloomberg (lut-14)	5,6*	5,5	5,0	5,6	6,1	5,8	5,1	4,9

* dane rzeczywiste

Indie

- **Lepsze zbiory w rolnictwie głównym źródłem przyspieszenia wzrostu gospodarczego w okresie lipiec-wrzesień 2013 r.**
- **Nadal słaby popyt wewnętrzny przyczyną spadku produkcji przemysłowej (głównie w segmencie dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku) w 2013 r.**
- **Pomimo obniżenia produkcji przemysłowej, wskaźniki PMI sygnalizują poprawę nastrojów wśród przedsiębiorców**
- **Wyraźny spadek inflacji WPI w styczniu 2014 r. z uwagi m.in. na wolniejszy wzrost cen warzyw**
- **Bank centralny rozważa wprowadzenie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego na poziomie 4% z przedziałem wahań ± 2 pkt. proc.**
- **Umiarkowane ożywienie wzrostu gospodarczego w latach 2014-15 dzięki wyższym inwestycjom i rosnącemu eksportowi**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce³⁵

Pomimo niewielkiego przyspieszenia w okresie lipiec-wrzesień 2013 r., wywołanego lepszą koniunkturą w rolnictwie, gospodarki Indii w dalszym ciągu znajduje się w fazie spowolnienia. Produkcja przemysłowa obniżyła się w okresie kwiecień-listopad ub.r., głównie z uwagi na niższą produkcję dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku. Natomiast nastroje przedsiębiorców w branży przetwórczej stopniowo poprawiały się we wspomnianym okresie. Inflacja w Indiach wyraźnie obniżyła się na początku 2014 r., jednak spadek ten miał charakter sezonowy i wynikał w znacznym stopniu z wolniejszego wzrostu cen warzyw. Wciąż nierozwiązanym problemem strukturalnym pozostaje niska aktywność inwestycyjna w sektorze publicznym (m.in. opóźniające się projekty infrastrukturalne, brak niezbędnych reform w rolnictwie i energetyce, itd.). Wydaje się, że wspomnianych kwestii nie uda się rozwiązać przed wyborami parlamentarnymi zaplanowanymi na maj br., lecz można jednak przypuszczać, że staną się one katalizatorem do dalszych działań. Kolejnym

³⁵ W Indiach rok budżetowy nie pokrywa się z rokiem kalendarzowym i obejmuje okres od 1 kwietnia br. do 31 marca następnego roku.

wyzwaniem dla nowego rządu Indii będzie również utrzymujący się wysoki deficyt budżetowy i deficyt na rachunku bieżącym w bilansie płatniczym. Ostatnie miesiące pokazały bowiem, że gospodarki wschodzące, borykające się z dużymi nierównowagami zewnętrznymi, są szczególnie narażone na zmiany nastrojów na rynkach finansowych.

Wzrost gospodarczy

Dostępne dane wskazują, że w okresie lipiec-wrzesień ub.r., tzn. w II kw. roku budżetowego 2013, wzrost gospodarczy w Indiach nieznacznie przyspieszył. Realny PKB (mierzony w cenach czynników wytwórczych)³⁶ zwiększył się w tym czasie o 4,8% r/r wobec 4,4% r/r kwartał wcześniej.

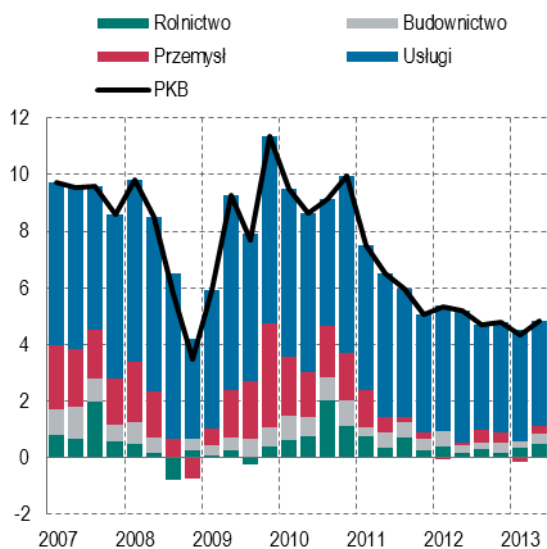
Przyspieszenie dynamiki PKB Indii było wynikiem wzrostu wartości dodanej w rolnictwie i przemyśle (Wykres 80). Lepsza koniunktura w rolnictwie wiązała się przede wszystkim z wyjątkowo korzystnymi warunkami meteorologicznymi, w tym z rekordowo wysokimi opadami deszczu w porze monsunowej³⁷. Do poprawy sytuacji w przemyśle przyczyniła się w największym stopniu zwiększona produkcja w sekcji wytwarzania i zaopatrzenia w energię elektryczną, gaz i wodę. Jednak biorąc pod uwagę to, że udział tej sekcji w tworzeniu wartości dodanej przemysłu wynosi zaledwie 10%, trudno oczekiwać, że dalsza poprawa koniunktury w tej branży będzie decydować o trwałości ożywienia gospodarki narodowej. Z kolei przetwórstwo, stanowiące główną gałąź przemysłu Indii, odnotowało zaledwie nieznaczny wzrost produkcji w okresie lipiec-wrzesień 2013 r. (1,0% r/r wobec -1,2% r/r kwartał wcześniej). Natomiast produkcja górnictwa i kopalnictwa zmniejszyła się czwarty kolejny kwartał.

³⁶ W oficjalnych statystykach podawane są dwie wielkości PKB (w cenach rynkowych i cenach czynników wytwórczych), jednak władze krajowe rekomendują posługiwanie się tą drugą miarą, gdyż jest ona obciążona mniejszym błędem.

³⁷ W Indiach pora monsunowa zaczyna się z końcem maja i trwa do listopada.

W sektorze usług wartość dodana wprawdzie obniżyła się w okresie lipiec-wrzesień ub.r., jednak jej dynamika w dalszym ciągu utrzymywała się na stosunkowo wysokim poziomie (5,8% r/r wobec 6,2% r/r kwartał wcześniej i 6,8% r/r w roku budżetowym 2012). Najlepsze wyniki zanotowały w tym czasie branże: finansowa, ubezpieczeniowa i nieruchomości. Natomiast w branżach: hotelarskiej, gastronomicznej, handlowej, transportowej i komunikacyjnej, które odpowiadają za nieco ponad 40% wartości dodanej całego sektora, panuje zdecydowanie słabsza koniunktura.

Wykres 80. Dynamika realnego PKB: dekompozycja strony podaźowej (w pkt. proc.)



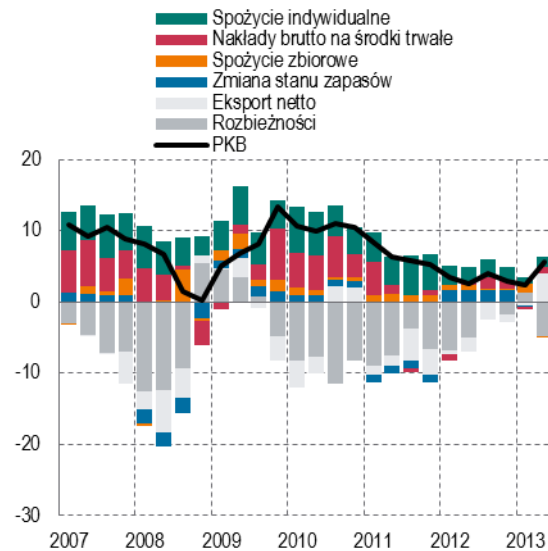
Źródło: India's Central Statistics Office

Dane na temat struktury popytowej PKB (Wykres 81) wskazują, że głównym źródłem przyspieszenia wzrostu gospodarczego był eksport. W okresie lipiec-wrzesień 2013 r. jego wolumen zwiększył się o ponad 16% r/r, po trzech kolejnych kwartałach spadków. Rosnącej sprzedaży zagranicznej sprzyjał obniżający się kurs rupii wobec dolara amerykańskiego oraz poprawiająca się koniunktura w krajach rozwiniętych, w tym w Unii Europejskiej, będącej drugim najważniejszym partnerem handlowym Indii. Natomiast wolumen importu w opisywanym okresie wzrósł zaledwie o 0,4% r/r, co było wynikiem zarówno słabego popytu wewnętrznego, jak i podwyżki cła na złoto sprowadzane z zagranicy. W konsekwencji ujemne saldo w towarach i deficyt na rachunku bieżącym w bilansie

płatniczym Indii przejściowo zmniejszyły się, jednak nadal pozostawały powyżej poziomów z 2012 r.³⁸

Do ożywienia aktywności gospodarczej w okresie lipiec-wrzesień 2013 r. przyczyniło się, poza eksportem, wyższe niż przed rokiem spożycie indywidualne. Wzrost wydatków gospodarstw domowych był jednak nadal umiarkowany z uwagi m.in. na utrzymującą się wysoką inflację. Słabość popytu konsumpcyjnego oddziaływała hamująco na skłonność przedsiębiorstw do inwestowania. Potwierdzają to dane o wielkości nakładów brutto na środki trwałe, które co prawda zwiększyły się w okresie lipiec-wrzesień ub.r., jednak ich wkład w dynamikę PKB Indii był mniejszy niż eksportu i konsumpcji prywatnej. Na decyzje firm o zaniechaniu dalszych inwestycji miała wpływ również niepewności co do przyszłej polityki gospodarczej rządu Indii. Było to związane z opieszałością władz krajowych w zakresie wdrażania ogłoszonych reform mających na celu pobudzenie koniunktury gospodarczej.

Wykres 81. Dynamika realnego PKB: dekompozycja strony popytowej (w pkt. proc.)



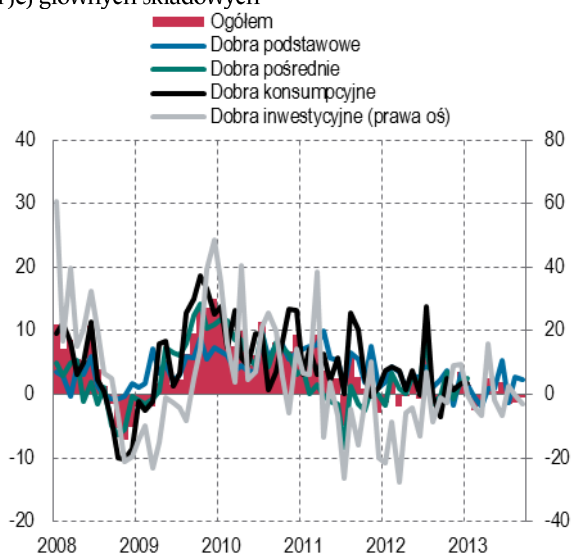
Źródło: India's Central Statistics Office

³⁸ W okresie lipiec-wrzesień ub.r. ujemne saldo towarowe (liczone jako suma czterech kwartałów) powiększyło się do 10% PKB z 8,3% PKB na koniec 2012 r. W tym czasie deficyt na rachunku bieżącym wzrósł z 3,9% do 4,0% PKB.

Produkcja przemysłowa i nastroje przedsiębiorców

Produkcja przemysłowa zmniejszyła się w okresie kwiecień-listopad 2013 r. o 0,2% r/r, podczas gdy w tym samym okresie 2012 r. wzrosła o 0,9% r/r. Wspomniany spadek był wynikiem niższej produkcji dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku oraz dóbr inwestycyjnych. Nadal zwiększała się natomiast produkcja dóbr podstawowych³⁹ i pośrednich, przy czym te pierwsze rosły wolniej, zaś te drugie szybciej niż w 2012 r. (Wykres 82). Analiza struktury gałęziowej produkcji w Indiach pokazuje, że zaobserwowany w okresie kwiecień-listopad 2013 r. spadek był spowodowany obniżoną produkcją w przetwórstwie i górnictwie. Inaczej zaś kształtowała się sytuacja w branży zajmującej się zaopatrzeniem w wodę, gaz i prąd, gdzie odnotowano dalszy wzrost produkcji.

Wykres 82. Dynamika produkcji przemysłowej w Indiach i jej głównych składowych



Źródło: India's Central Statistics Office

Pomimo spadku produkcji przemysłowej w 2013 r. nastroje przedsiębiorców w przemyśle przetwórczym poprawiają się. Wskaźnik PMI dla tego sektora utrzymuje się nieprzerwanie od listopada ub.r. powyżej 50 pkt, głównie za sprawą rosnącego portfela zamówień zagra-

³⁹ Do tej kategorii zalicza się m.in. paliwa, metale (np. żelazo, stal) oraz produkty chemiczne (np. soda, kwasy).

nicznych (Wykres 83). Można przypuszczać, że ma to bezpośredni związek zżywieniem gospodarczym w Stanach Zjednoczonych i krajach strefy euro. Inaczej kształtuje się zaś sytuacja w sektorze usług, gdzie od lipca ub.r. wskaźnik PMI znajduje się poniżej 50 pkt. Należy to wiązać ze słabym popytem wewnętrznym.

Wykres 83. Wskaźniki PMI dla sektora przetwórstwa przemysłowego i usług w Indiach



Źródło: Markit Economics

Inflacja

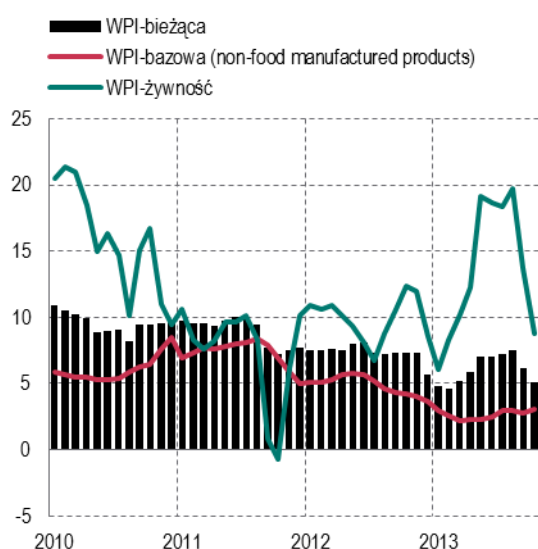
W okresie kwiecień-grudzień 2013 r. stopa inflacji, mierzona zmianą wskaźnika cen hurtowych (WPI)⁴⁰, kształtowała się przeciętnie na poziomie 6,2% r/r. **Natomiast w styczniu br. obniżyła się do 5,0% r/r, co było wynikiem przede wszystkim wyhamowania niedawnego silnego wzrostu cen warzyw (m.in. ziemniaków, pomidorów i cebuli).** To ostatnie należy wiązać m.in. z wyjątkowo dobrymi zbiorami w rolnictwie z uwagi na rekordowo wysokie opady deszczu w porze monsunowej. Z kolei inflacja bazowa⁴¹ znajdowała się w tym okresie, tj. od

⁴⁰ Wskaźnik WPI jest wiodącym indeksem zmiany cen w Indiach. Służy on do pomiaru zmiany cen dóbr producenta na początkowym etapie produkcji. W skład koszyka dóbr objętych badaniem wchodzi trzy grupy produktów: i) podstawowe (*primary articles*), ii) paliwa, energia, etc. (*fuel, power, light & lubricants*), iii) przetworzone (*manufactured products*).

⁴¹ W Indiach pod pojęciem inflacji bazowej rozumie się inflację WPI, po wyłączeniu cen dóbr z dwóch pierwszych grup (tzn.

kwietnia 2013 r. do stycznia 2014 r., poniżej 3,0% r/r. Oznacza to istotny spadek wobec 2012 r., kiedy to ceny hurtowe, po wyłączeniu cen żywności i paliw, rosły przeciętnie w tempie 5,0% r/r. Było to konsekwencją głównie braku presji inflacyjnej w warunkach słabego popytu wewnętrznego. Do spadku inflacji bazowej przyczyniła się również restrykcyjna polityka banku centralnego Indii prowadzona od września 2013 r. (trzy podwyżki podstawowej stopy procentowej, tj. *repo rate*, łącznie o 75 pb do poziomu 8,0%).

Wykres 84. Zmiana wskaźnika cen hurtowych (WPI) w Indiach



Źródło: India's Central Statistics Office

Pomimo przejściowego spadku, inflacja w Indiach nadal pozostaje na podwyższonym poziomie, co stanowi największe wyzwanie dla nowych władz monetarnych. Po objęciu stanowiska, prezes Rajan zlecił specjalnie powołanej komisji przegląd dotychczasowej polityki pieniężnej. Pod koniec stycznia br. bank centralny Indii opublikował raport z prac wspomnianej komisji⁴². Jednym z jego głównych wniosków jest to, że prowadzona

produkty podstawowe i paliwa) oraz cen żywności przetworzonej z grupy trzeciej. Innymi słowy, inflacja bazowa informuje o zmianie cen produktów przetworzonych z wyłączeniem cen żywności (*non-food manufactured products inflation*).

⁴² Reserve Bank of India, Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework (21.01.2014).

do tej pory polityka pieniężna miała za cel nie tylko kontrolowanie inflacji, ale również innych zmiennych ekonomiczno-finansowych (m.in. podaż pieniądza, kredyt dla sektora prywatnego, produkcja przemysłowa, obroty handlu zagranicznego, itd.). W związku z tym komisja zarekomendowała przyjęcie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (na poziomie 4% z przedziałem dopuszczalnych wahań ± 2 punkty procentowe), opartego na zmianach wskaźnika CPI. Problemem jednak pozostaje uporczywie wysoka inflacja CPI⁴³, prawie dwukrotnie wyższa od inflacji WPI, co w sposób istotny utrudnia prowadzenie skutecznej polityki stabilizowania inflacji w średnim okresie.

Prognozy

Dostępne dane pozwalają przypuszczać, że w roku budżetowym 2013 (kończącym się w marcu 2014 r.) gospodarka Indii zanotuje najniższe tempo wzrostu w ostatniej dekadzie. Natomiast w latach 2014-15 spodziewane jest umiarkowane ożywienie krajowej koniunktury z uwagi m.in. na oczekiwaną poprawę klimatu inwestycyjnego w wyniku realizacji przez nowy rząd, niezbędnych projektów infrastrukturalnych oraz reform w rolnictwie i energetyce. Ponadto przewiduje się, że wraz z dalszym wzrostem gospodarczym w krajach rozwiniętych, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, będzie rósł popyt na indyjski eksport. Z kolei dynamika importu powinna pozostać pod kontrolą, gdyż spożycie indywidualne będzie tłumione przez nadal względnie wysoką inflację.

Pomimo spodziewanego ożywienia w gospodarce Indii, oczekuje się, że inflacja WPI będzie stopniowo obniżać się w latach 2014-15. Zakłada się bowiem, że z uwagi na przewidywane umiarkowane tempo wzrostu krajowej aktywności gospodarczej presja na wzrost cen będzie ograniczona. Ponadto zwraca się uwagę na determinację nowych władz banku centralnego Indii w zakresie kontroli dynamiki cen. W realizacji tego celu mają pomóc rekomendacje komisji ekspertów, zgłoszone po przeglądzie dotychczasowej strategii polityki pieniężnej, w myśl

⁴³ W styczniu br. stopa inflacji CPI wprawdzie obniżyła się do 8,8% r/r, jednak w okresie kwiecień-grudzień 2013 r. znajdowała się powyżej 10,0% r/r.

których inflacja CPI powinna być obniżona do 8,0% w 2014 r., a następnie do 6,0% w 2015 r.

Tabela 13. Prognozy makroekonomiczne dla Indii

	2013	2014	2015	2014Q1	2014Q2	2014Q3
Realny PKB w cenach czynników wytwórczych (% r/r)						
Bloomberg (sty-14)	4,7	5,4	6,2	5,0	5,2	5,3
Capital Economics (sty-14)	4,7	5,0	5,5	-	-	-
IMF (sty-14)	4,6	5,4	6,4	-	-	-
SPF* (sty-14)	4,8	5,6	-	5,3	5,6	5,6
Inflacja WPI (% r/r)						
Bloomberg (sty-14)	6,1	6,0	5,9	6,5	6,5	5,9
Capital Economics (sty-14)	5,5	6,0	-	-	-	-
IMF (sty-14)	6,4	6,7	-	-	-	-
SPF* (sty-14)	6,4	6,0	-	6,8	6,0	5,5

* Survey of Professional Forecasters conducted by The Reserve Bank of India

Europa Środkowo-Wschodnia

- **Przyspieszenie tempa wzrostu PKB w II połowie 2013 r. przy powolnym wzroście popytu krajowego.**
- **Dalszy wzrost produkcji przemysłowej i stale poprawiające się nastroje producentów.**
- **Wciąż brak wyraźnej poprawy sytuacji na rynkach pracy**
- **Wzrost optymizmu konsumentów powoli przekłada się na wzrost konsumpcji gospodarstw domowych.**
- **Spadek inflacji do najniższych poziomów w historii, wynikający ze stale zmniejszającej się dynamiki cen żywności i inflacji bazowej.**
- **Oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu w latach 2014-2015 w wyniku wzrostu popytu krajowego przy kontynuacji ożywienia gospodarek europejskich.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Pozytywne sygnały płynące z gospodarki strefy euro w dalszym ciągu miały wpływ na poprawę sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) w II połowie 2013 r. i na początku 2014 r. II połowa 2013 r. przyniosła przyspieszenie tempa wzrostu w większości gospodarek regionu. W dalszym ciągu głównym motorem napędowym w krajach EŚW w III kw. 2013 r. pozostawał eksport, aczkolwiek wkład eksportu netto nieco się zmniejszył w porównaniu z I połową 2013 r., co wynikało z wyraźnego wzrostu importu w tym okresie. Można było bowiem zauważyć powolny wzrost popytu krajowego, zwłaszcza konsumpcji prywatnej. Wydaje się, że na wzrost optymizmu konsumentów, który powoli zaczął się przekładać na ich decyzje zakupowe w II połowie ub.r. wpłynęły dwa czynniki: wyraźny spadek inflacji, co doprowadziło wzrostu realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz poluzowanie polityki fiskalnej i pieniężnej.

Przyspieszenie wzrostu w IV kw. ub.r., a także stale poprawiające się wskaźniki koniunktury sugerują kontynuację ożywienia gospodarczego w krajach EŚW w 2014 r. Może na to wskazywać również obserwowane w IV kw. 2013 r. i oczekiwane w kolejnych kwartałach przyspieszenie wzrostu w strefie euro, co powinno przełożyć się na dalszy wzrost eksportu. Wydaje się jednak, że rola eksportu, jako głównego silnika wzrostu będzie powoli się zmniejszać na rzecz popytu krajowego.

Stale poprawiające się w trakcie 2013 r. wskaźniki koniunktury konsumenckiej, a także obserwowany w ostatnich kwartałach wzrost spożycia indywidualnego, dają powody, by oczekiwać dalszego umacniania się popytu konsumpcyjnego w krajach EŚW w 2014 r. Brak zauważalnej poprawy sytuacji na rynkach pracy stanowi jednak istotne ryzyko dla perspektyw kształtowania się popytu konsumpcyjnego w krajach EŚW.

Z kolei poprawa koniunktury w sektorze przemysłowym, wynikająca m.in. z pozytywnych trendów w strefie euro, a także coraz większy stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, powinny powoli przekładać się na wzrost popytu inwestycyjnego w regionie już od początku 2014 r.

Wzrost gospodarczy

Druga połowa 2013 r. przyniosła dalsze ożywienie wzrostu w gospodarkach EŚW. W III kw. 2013 r., podobnie jak miało to miejsce w dwóch poprzednich kwartałach, roczna dynamika PKB⁴⁴ w regionie EŚW przyspieszyła. Wyniosła ona 1,4%, wobec 0,6% w II kw. 2013 r. i 0,0% w IV kw. 2012 r., co było najniższym wynikiem od 2009 r.

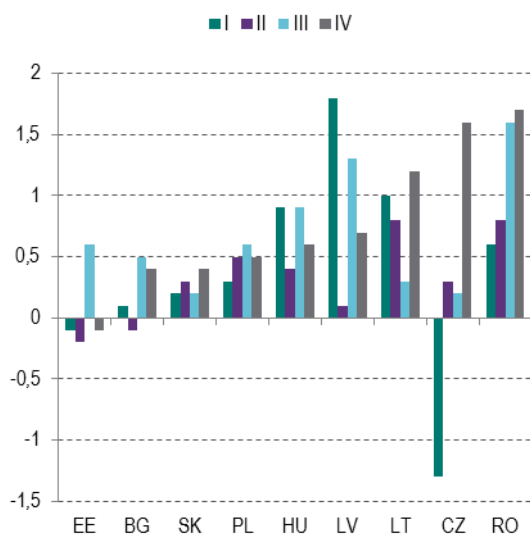
Wstępne dane za IV kw. 2013 r. wskazują na dalsze przyspieszenie wzrostu w większości krajów EŚW⁴⁵.

⁴⁴ Dane wyrównane sezonowo.

⁴⁵ Brak danych dla Chorwacji i Słowenii.

Jedynie na Łotwie i w Estonii roczna dynamika PKB obniżyła się. W Estonii PKB zmniejszył się w ujęciu rocznym po raz pierwszy od I kw. 2010 r. W pozostałych gospodarkach dynamika PKB przyspieszyła. Podobnie jak w III kw. ub.r., najwyższy wzrost PKB w ujęciu rocznym w IV kw. obserwowano w Rumunii (5,1%). Wzrost PKB powyżej 3% r/r obserwowano także na Litwie i Łotwie. Zaskakująco duży wzrost PKB w IV kw. ub.r. miał miejsce w Czechach (1,6% kw/kw), co spowodowało, że po blisko dwóch latach recesji, PKB w tym kraju ponownie wzrósł w ujęciu rocznym.

Wykres 85. Tempo wzrostu PKB w krajach EŚW w 2013 r., w %, kw/kw



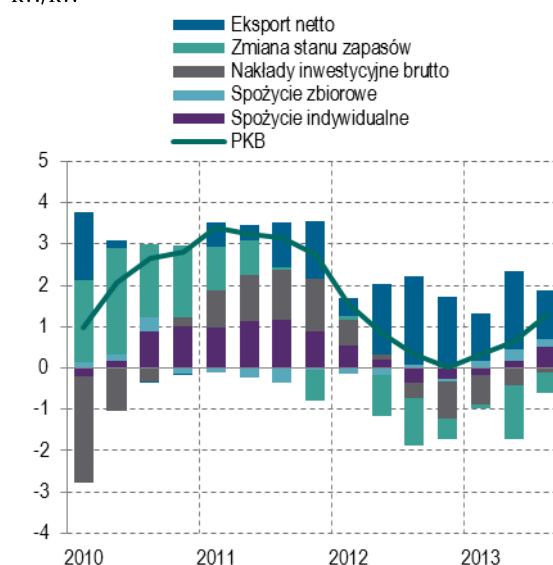
Źródło: Eurostat

Dostępne dane (jedynie za III kw. ub.r.) pokazują, że eksport w regionie EŚW w III kw. 2013 r. nadal dynamicznie rósł, a eksport netto w dalszym ciągu stanowił największy wkład do wzrostu gospodarczego w regionie. Jednak jego wkład do wzrostu nie był taki sam we wszystkich krajach EŚW. W krajach bałtyckich był on zdecydowanie niższy niż wkład popytu krajowego, a w Czechach eksport netto działał nawet w kierunku obniżenia wzrostu PKB w tym okresie. Z kolei największy jego wkład do dynamiki PKB miał miejsce w Rumunii, Słowenii i na Słowacji.

Wkład eksportu netto w regionie EŚW zmniejszył się jednak w III kw. ub.r. (1,2 pp. wobec 1,9 pp. w II kw.

2013 r.), za co odpowiedzialny był wzrost importu. Wynikało to z jednej strony ze zmiany struktury eksportu, tj. wzrostu udziału krajów strefy euro, a tym samym zwiększenia się obrotów w handlu wewnątrz międzynarodowych sieci produkcji, który charakteryzuje się większą importochłonnością. Z drugiej strony, postępujące ożywienie popytu krajowego w regionie również wpłynęło na wzrost importu, zwłaszcza konsumpcyjnego.

Wykres 86. PKB i jego składowe, w pp. r/rr., w %, kw/kw



Źródło: Eurostat

Wkład eksportu netto w regionie EŚW zmniejszył się jednak w III kw. ub.r. (1,2 pp. wobec 1,9 pp. w II kw. 2013 r.), za co odpowiedzialny był wzrost importu. Wynikało to z jednej strony ze zmiany struktury eksportu, tj. wzrostu udziału krajów strefy euro, a tym samym zwiększenia się obrotów w handlu wewnątrz międzynarodowych sieci produkcji, który charakteryzuje się większą importochłonnością. Z drugiej strony, postępujące ożywienie popytu krajowego w regionie również wpłynęło na wzrost importu, zwłaszcza konsumpcyjnego.

W III kw. 2013 r. można było zauważyć dalszy wzrost dynamiki konsumpcji (0,9% r/r wobec 0,3% w II kw. 2013 r.) w większości gospodarek regionu, poza Bułgarią, Estonią i Łotwą (aczkolwiek tempo wzrostu kon-

sumpcji prywatnej w krajach bałtyckich nadal było wysokie i zdecydowanie przewyższało to w innych krajach EŚW). W Czechach i Słowenii wciąż odnotowywano spadki spożycia indywidualnego w ujęciu rocznym, jednak w III kw. ich skala zmniejszyła się.

Wzrost konsumpcji prywatnej był wynikiem niskiej bazy poprzedniego roku, ale także stale poprawiających się nastrojów konsumentów, które powoli zaczynały przekładać się na zwiększoną skłonność do zakupów w warunkach rosnących realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Wpływ na wzrost spożycia miało również obserwowane w większości krajów regionu łagodzenie konsolidacji fiskalnej oraz akomodacyjna polityka pieniężna.

Dynamika nakładów inwestycyjnych w III kw. ub.r. pozostała ujemna (-0,5% r/r), jednak skala ich spadku wyraźnie zmniejszyła się w porównaniu z poprzednimi kwartałami. Nadal silnie obniżały się inwestycje budowlane (poza krajami bałtyckimi, gdzie można było już zauważyć wyraźną poprawę koniunktury w budownictwie), natomiast zmniejszyła się skala spadku inwestycji w maszyny i urządzenia, co należy wiązać z poprawą sytuacji w przemyśle w krajach EŚW.

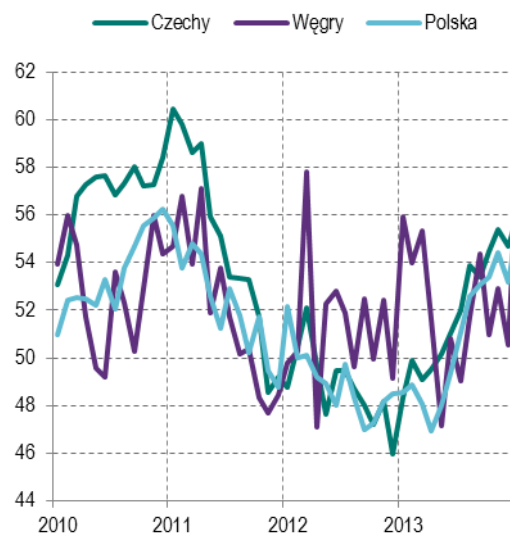
Koniunktura w przemyśle

Wzrost aktywności w sektorze przemysłowym w krajach EŚW, który można była zauważyć już od początku 2013 r., był kontynuowany w IV kw. 2013 r. W stosunku do III kw. 2013 r. produkcja wzrosła o 1,3%. W grudniu 2013 r. roczna dynamika produkcji przemysłowej wyniosła 5,5%, co było najlepszym wynikiem od dwóch lat.

Sytuacja w poszczególnych krajach regionu była jednak zróżnicowana. W Polsce, Czechach, Rumunii, na Słowacji i Węgrzech roczna dynamika produkcji przemysłowej w grudniu ub.r. przekraczała 5% (na Słowacji wyniosła nawet blisko 10%). Z kolei w krajach bałtyckich, Bułgarii i Chorwacji można było obserwować jej spadek w trakcie ub.r. Biorąc pod uwagę jedynie IV kw. ub.r., to najszybciej produkcja rosła w Czechach, Rumunii i na Słowacji, co było efektem dobrej koniunktury

w przemyśle motoryzacyjnym tych krajów, z kolei wzrosty produkcji przemysłowej wyraźnie spowolniły w Polsce i na Węgrzech.

Wykres 87. PMI w przetwórstwie przemysłowym



Źródło: Eurostat

W IV kw. 2013 r., podobnie jak miało to miejsce w poprzednich kwartałach, w najszybszym tempie zwiększała się produkcja dóbr pośrednich oraz inwestycyjnych. Z kolei wyraźnie spowolniła dynamika produkcji dóbr konsumpcyjnych. Dotyczyło to przede wszystkim żywności oraz innych dóbr nietrwałych, podczas gdy produkcja towarów trwałego użytku nadal stosunkowo szybko wzrastała. W IV kw. ub.r., podobnie jak w całym 2013 r. w regionie EŚW obniżała się produkcja energii.

Zwiększonej produkcji przemysłowej w IV kw. br. towarzyszył również dalszy wzrost eksportu. Z jednej strony wciąż zwiększał się eksport do strefy euro (aczkolwiek w nieco mniejszym tempie niż w III kw. ub.r.), a z drugiej wyraźnie przyspieszył eksport do krajów spoza UE, co było szczególnie widoczne w krajach bałtyckich, na Węgrzech i Słowacji.

Wzrostowi aktywności w przemyśle w 2013 r. towarzyszyła poprawa nastrojów producentów, która to tendencja była utrzymywana również na początku 2014 r. Wskaźniki indeksu PMI w przetwórstwie przemysłowym

wym w trzech największych gospodarkach EŚW (Polska, Czechy, Węgry) od lipca 2013 r. przewyższały granicę 50 pkt., czyli wskazywały na wzrost aktywności w sektorze przemysłowym. W styczniu br. ich wartość wzrosła do poziomów nieobserwowanych od kilku lat. W Polsce i Czechach były to najwyższe poziomy indeksu od I połowy 2011 r., a na Węgrzech od marca 2007 r. Wskaźniki Komisji Europejskiej także wskazywały na poprawę sytuacji w regionie. Wartość zagregowanego wskaźnika⁴⁶ sukcesywnie wzrastała od początku 2013 r., a w styczniu 2014 r. osiągnęła najwyższą wartość od czerwca 2011 r. Spośród 11 krajów regionu, jedynie w Bułgarii jego wartość obniżyła się w analizowanym okresie. Poprawa indeksów zaufania wynikała przede wszystkim z napływu większej liczby zamówień zarówno krajowych, jak i zagranicznych, a także obserwowanego sukcesywnego zwiększania się wolumenu bieżącej produkcji, co wpłynęło na korzystniejszą ocenę koniunktury w najbliższych miesiącach.

Należy jednak cały czas pamiętać, o silnych powiązaniach sektora przemysłowego w krajach EŚW z przemysłem strefy euro. Obserwowane w ostatnich miesiącach ożywienie zarówno jeżeli chodzi o wielkość produkcji, jak i wzrost optymizmu, było silnie skorelowane z sytuacją z strefie euro. Statystyki eksportu sugerują, że w IV kw. ub.r. wzrost produkcji zależał już jednak w coraz większym stopniu od wzrostu popytu także ze strony krajów spoza UE. Wydaje się zatem, że koniunktura w sektorze przemysłowym w najbliższych miesiącach będzie zależec nie tylko od utrzymania korzystnych tendencji w gospodarkach strefy euro, ale także od popytu ze strony krajów trzecich.

Rynek pracy

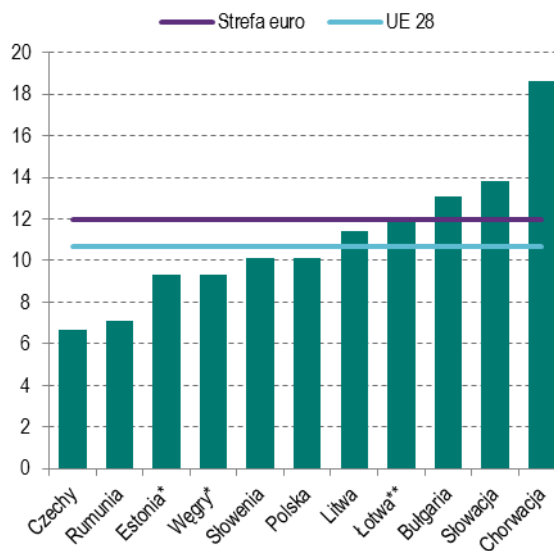
Sytuacja na rynku pracy w krajach regionu EŚW w IV kw. 2013 r., podobnie jak miało to miejsce w całym ubiegłym roku, poprawiła się zaledwie nieznacznie. Wyraźny spadek stopy bezrobocia od września do grudnia ub.r. miał miejsce jedynie na Węgrzech (o 0,7 pp., co było jednak wynikiem wzrostu zatrudnienia w sektorze publicznym w ramach programów interwen-

⁴⁶ Średnia ważona dla 11 krajów EŚW, gdzie jako wagi przyjęto wartość dodaną w przemyśle.

cyjnych rządu) oraz na Słowacji (o 0,5 pp.). Spadek zharmonizowanej stopy bezrobocia w tym okresie miał również miejsce w Polsce, Czechach, Rumunii i na Litwie, jednak był on zdecydowanie niższy (nie przekraczał 0,2 pp.). a w Bułgarii, Estonii, Chorwacji i Słowenii liczba osób pozostających bez pracy nawet zwiększyła się. Wzrost stopy bezrobocia w III kw. 2013 r.⁴⁷ można było zaobserwować również na Łotwie. W przypadku Estonii i Łotwy, oznaczało to przerwanie trwającej od początku 2010 r. tendencji spadkowej.

Podobnie, jak miało to miejsce od początku 2013 r., w grudniu 2013 r. najniższą stopę bezrobocia można było zaobserwować w Czechach (6,7%) i Rumunii (7,1%), a najwyższą w Chorwacji (18,6%) oraz na Słowacji (13,8%). We wszystkich krajach EŚW stopa bezrobocia wciąż zdecydowanie przewyższała poziom z 2008 r., a obserwowane w ostatnich miesiącach tempo spadku liczby osób bezrobotnych sugeruje, że w najbliższych latach taka sytuacja nie zmieni się istotnie.

Wykres 88. Zharmonizowana stopa bezrobocia w grudniu 2013 r. w krajach EŚW, w %



* listopad 2013, ** III 2013

Źródło: Eurostat

Na stagnację na rynku pracy wskazują również statystyki zatrudnienia. W III kw. 2013 r. zwiększyło się ono w krajach EŚW w ujęciu rocznym zaledwie o 0,3%.

⁴⁷ Ostatnie dostępne dane dla Łotwy

Znaczący wzrost liczby pracujących (powyżej 1% r/r) miał miejsce jedynie w Estonii, na Litwie i Węgrzech. Z drugiej strony w Bułgarii, Rumunii, Słowenii, na Słowacji, a przede wszystkim w Chorwacji zatrudnienie w tym okresie zmniejszyło się. Wzrost zatrudnienia w regionie miał miejsce przede wszystkim w przemyśle, usługach telekomunikacyjnych i informatycznych oraz w sektorze publicznym (zwłaszcza na Węgrzech).

Koniunktura konsumentka

Podobnie jak w przypadku nastrojów w przemyśle, również nastroje konsumentów poprawiły się w 2013 r. Od stycznia 2013 r. do stycznia 2014 r. wskaźniki Komisji Europejskiej opisujące optymizm konsumentów wzrosły niemal we wszystkich krajach regionu, poza Łotwą i Rumunią. Zaskakująco duża była również skala wzrostu optymizmu gospodarstw domowych. W styczniu 2014 r. wartość zagregowanego wskaźnika dla całego regionu⁴⁸ osiągnęła najwyższą wartość od października 2008 r.

Na poprawę nastrojów konsumentów w największym stopniu wpłynęła stale obniżająca się w tym okresie inflacja, która rzutowała na spadek oczekiwań inflacyjnych na kolejne miesiące. Przy utrzymaniu relatywnie wysokiej dynamiki płac, przełożyło się to na wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Konsumentom zaczęli również dostrzegać poprawę sytuacji w gospodarkach realnych, co przełożyło się również na lepszą ocenę ich obecnej i przyszłej sytuacji finansowej. Dodatkowo, od połowy 2013 r. zaczęły poprawiać się oceny przewidywanej w najbliższych 12 miesiącach sytuacji na rynkach pracy.

Znacząca poprawa wskaźników optymizmu konsumentów zaczęła wpływać na wzrost obrotów w handlu detalicznym. W całym 2013 r. wolumen sprzedaży detalicznej w krajach EŚW zwiększył się o 2,2% wobec 2012 r., a w IV kw. ub.r. wzrost ten wyniósł 3,8% r/r. Największy wzrost sprzedaży detalicznej w ub.r. miał miejsce w Polsce, a także na Litwie i Łotwie (aczkolwiek w krajach bałtyckich dynamika sprzedaży deta-

licznej nieznacznie zmniejszyła się w porównaniu z 2012 r.). Jej spadek miał miejsce jedynie na Słowenii, natomiast w Czechach i na Słowacji wolumen obrotów w handlu detalicznym praktycznie nie zmienił się w 2013 r., co jednak i tak oznaczało poprawę wobec spadków w 2012 r. Wzrost sprzedaży w większym stopniu dotyczył artykułów nieżywnościowych, zwłaszcza odzieży i obuwia, natomiast sprzedaż żywności zwiększyła się w niewielkim stopniu.

Inflacja

Obserwowany od IV kw. 2012 r. spadek inflacji był kontynuowany w IV kw. 2013 r. W grudniu 2013 r. roczna dynamika HICP w skali całego regionu wyniosła 0,7%, co oznaczało, że inflacja w regionie spadła do najniższego poziomu od momentu rozpoczęcia publikacji statystyk HICP dla krajów EŚW. Łącznie od września 2012 r. do grudnia 2013 r. dynamika HICP zmniejszyła się o 3,5 pp., a w IV kw. 2013 r. spadek ten wyniósł 0,3 pp.

Wyraźny spadek inflacji od września 2012 r. do grudnia 2013 r. miał miejsce niemal we wszystkich krajach regionu. Szczególnie duży był on na Węgrzech (o 5,8 pp.), a także w Bułgarii i Rumunii (o ponad 4 pp.). Jednak już w IV kw. 2013 r. spadki dynamiki HICP w niektórych krajach regionu (Bułgaria, Czechy, Rumunia) zatrzymały się.

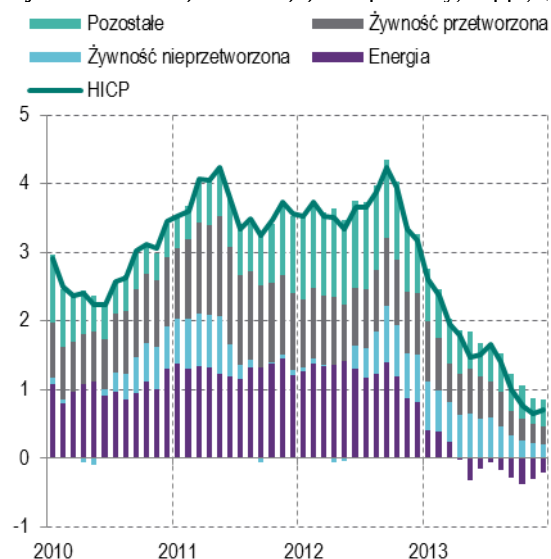
W grudniu ub.r. we wszystkich krajach EŚW inflacja HICP znajdowała się na relatywnie niskim poziomie. Najwyższa była ona w Estonii (2,0%), Czechach (1,5%) i Rumunii (1,3%). W pozostałych krajach nie przekraczała ona 1%, a w Bułgarii i na Łotwie od sierpnia do grudnia 2013 r. można było obserwować nawet spadek cen w ujęciu rocznym.

Za spadek inflacji w regionie pod koniec 2012 r. i w trzech pierwszych kwartałach 2013 r. odpowiadały przede wszystkim czynniki o charakterze podażowym, głównie ceny energii, a mniejszym stopniu także ceny żywności. W IV kw. ub.r. dynamika cen energii w krajach EŚW już zaczęła powoli wzrastać (o 0,6 pp. od września do grudnia 2013 r.). Głównym czynnikiem spadku inflacji w ostatnim kwartale 2013 r., były ceny

⁴⁸ Średnia ważona wielkością konsumpcji prywatnej w 11 krajach EŚW.

żywności, które nadal silnie się obniżały. Dotyczyły to zarówno cen żywności przetworzonej, jak i nieprzetworzonej.

Wykres 89. Inflacja HICP i jej komponenty, w pp., r/r



Źródło: Eurostat

Na spadek inflacji HICP w regionie EŚW wpłynęła także obniżająca się inflacja bazowa. W listopadzie ub.r. spadła ona do 0,7%, co podobnie jak w przypadku inflacji HICP, oznaczało najniższy poziom od momentu rozpoczęcia publikacji statystyk. Co prawda, w grudniu miał miejsce jej niewielki wzrost (do 0,8%), jednak w dalszym ciągu bardzo niski poziom inflacji bazowej wskazuje na wciąż słabą presję inflacyjną ze strony gospodarstw domowych.

Prognozy

W latach 2014-2015 oczekuje się dalszego powolnego wzrostu dynamiki PKB w krajach regionu, który nadal będzie bazował na wzroście popytu zewnętrznego, jednak popyt krajowy również powinien wyraźnie przyspieszyć, co było już widoczne w II połowie 2013 r.

Co prawda tempo wzrostu PKB w niemal wszystkich gospodarkach regionu powinno powoli wzrastać, to nadal wyraźne będą różnice pomiędzy poszczególnymi

krajami. Podobnie jak miało to miejsce w ostatnich latach, najszybszy wzrost PKB będzie obserwowany w krajach bałtyckich (3-4% w 2014 r. i ok. 4% w 2015 r.). Znacznie niższy będzie on w Czechach, Chorwacji, a przede wszystkim na Słowenii, gdzie oczekuje się przedłużenia recesji na 2014 r.

Wydaje się, że podstawowym czynnikiem wzrostu, zwłaszcza w I połowie 2014 r., nadal będzie popyt zewnętrzny i eksport. Wzrost eksportu wynikać ma przede wszystkim z rosnącego popytu ze strony gospodarek strefy euro, wiążącego się zarówno z oczekiwanym wzrostem popytu krajowego, jak i popytu zewnętrznego strefy euro.

W kolejnych kwartałach to już popyt krajowy powinien stać się podstawowym silnikiem wzrostu w regionie EŚW, wspierany przez luźną politykę fiskalną i pieniężną. Konsumpcja prywatna, podobnie jak miało to miejsce w 2013 r., powinna nadal rosnąć. Dodatkowo, dobra koniunktura w przemyśle, wzrost nastrojów przedsiębiorców, a także coraz wyższy stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w gospodarce powinny już w 2014 r. przełożyć się na wzrost inwestycji prywatnych w krajach EŚW.

Głównymi czynnikami, które mogą spowolnić wzrost popytu krajowego w krajach EŚW są: wciąż bardzo niska podaż kredytów dla sektora prywatnego, a także zawirowania na rynkach finansowych związane z *QE tapering* oraz sytuacji ekonomicznej i politycznej w krajach rozwijających się (m.in. w Argentynie, Turcji, na Ukrainie). Doświadczenia z początku 2014 r. wskazują jednak, że rynki EŚW są stosunkowo bardziej odporne od rynków krajów wschodzących na wzrost globalnej awersji do ryzyka. Kolejnym ryzykiem związanym dla wzrostu popytu krajowego jest oczekiwany brak wyraźnej poprawy sytuacji na rynkach pracy, szczególnie w Bułgarii, Chorwacji, Rumunii i na Słowacji, gdzie rynki pracy zmagają się z największymi barierami strukturalnymi.

W najbliższych latach oczekuje się również wzrostu inflacji. O ile w I połowie 2014 r. dynamika cen powinna pozostać na poziomie zbliżonym, do tego obserwowanego w IV kw. 2013 r. (a w niektórych krajach,

m.in., w Czechach czy na Węgrzech może się nadal zmniejszać w wyniku zapowiedzianych obniżek cen regulowanych i wygasania efektów wysokiej bazy), to już w II połowie 2014 r. powinna zacząć wzrastać. Rosnąca presji inflacyjnej wiąże się z oczekiwanym wzrostem popytu konsumpcyjnego. Czynniki o charakterze podażowym, czyli ceny energii i żywności, które wpły-

wały na spadek inflacji w ubiegłym roku, powinny mieć mniejszy wpływ na dynamikę cen w najbliższych latach.

Tabela 14 Prognozy dla gospodarek Europy Środkowo – Wschodniej

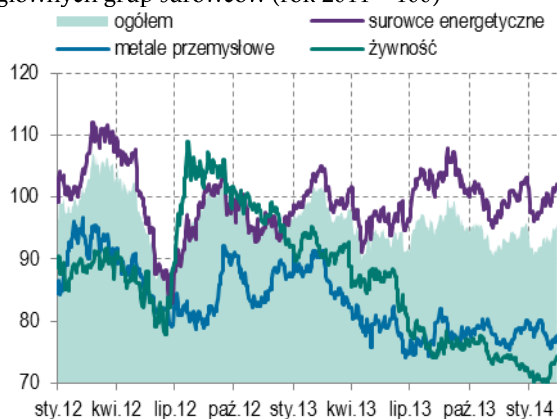
	PKB			CPI		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Bułgaria	0,6	1,6	2,5	0,9	1,2	2,1
Chorwacja	-0,8	0,4	1,2	2,2	1,8	2,3
Czechy	-1,3	0,7	2,5	1,4	1,3	2,1
Estonia	1,3	3,3	3,6	3,3	2,6	3,6
Litwa	2,5	3,8	4,3	1,2	2,5	3,0
Łotwa	4,0	4,3	4,0	0,0	2,8	2,8
Polska	1,4	2,9	3,4	0,9	1,8	2,5
Rumunia	2,5	2,5	3,0	4,1	2,3	3,1
Słowacja	1,0	2,2	2,8	1,6	1,7	2,3
Słowenia	-2,1	-0,7	0,9	1,9	1,6	1,7
Węgry	0,8	1,8	2,0	1,8	2,2	3,0
EŚW	0,9	2,2	2,9	1,7	1,9	2,6

Źródło: Bloomberg, luty 2014 r.

Rynki surowcowe

- Relatywnie niewielkie obniżenie się cen surowców w reakcji na wycofywanie się FOMC z QE3.
- Na początku br. ceny ropy naftowej pozostawały stosunkowo stabilne.
- W 2014 r. Chiny staną się największym importem ropy naftowej na świecie.
- Oczekiwany dalszy wyraźny wzrost produkcji ropy naftowej w USA.
- Do stopniowego obniżania się cen ropy Brent w najbliższych dwóch latach ma przyczynić się szybszy wzrost produkcji paliw w krajach spoza OPEC (głównie w USA) w porównaniu ze światową konsumpcją.

Wykres 90. Wskaźniki Standard & Poor's GSCI cen głównych grup surowców (rok 2011 = 100)



Źródło: Bloomberg

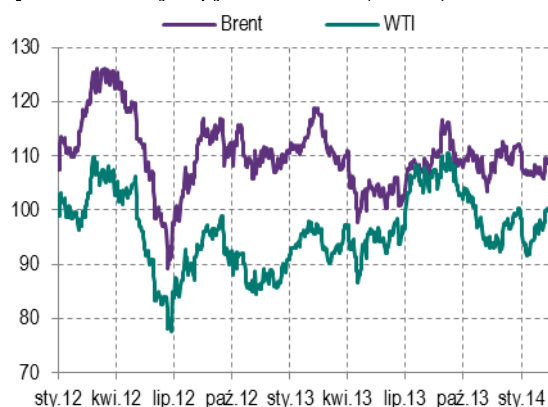
Po krótkotrwałym obniżeniu się na początku br., w reakcji na decyzję FOMC o wycofywaniu się ze skupu obligacji, indeks cen surowców Standard & Poor's ponownie charakteryzuje stopniowa tendencja wzrostowa. Złożyły się na to wyższe notowania paliw (głównie gazu ziemnego na rynku amerykańskim i ropy WTI) oraz produktów rolnych. Natomiast, pod wpływem pogorszenia się perspektyw dla gospodarek rozwijających się, obniżyły się ceny metali przemysłowych.

Ropa naftowa

Tendencje bieżące

Po obniżeniu się cen na przełomie 2013 i 2014 r., na początku br. na rynkach ropy naftowej ponownie zaznaczyła się stopniowa tendencja wzrostowa. 14 lutego br. cena ropy Brent wyniosła 108 USD/b, a więc była o ponad 1 USD wyższa niż na początku br., natomiast cena ropy WTI osiągnęła poziom 100 USD/b (wzrost o blisko 5 USD).

Wykres 91. Ceny ropy Brent i WTI (USD/b)



Źródło: Bloomberg

Ceny ropy oparły się zwiększonej zmienności i spadkom obserwowanym w styczniu br. na rynkach innych aktywów, w tym przede wszystkim na rynkach akcji w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących. Niepewność dotycząca przyszłego wzrostu gospodarczego, zwłaszcza w gospodarkach wschodzących, związana z wycofywaniem się Rezerwy Federalnej z długoterminowego programu zakupu aktywów, pozostała bez większego wpływu na ceny ropy naftowej. Względna stabilizacja cen ropy w obliczu potencjalnie wolniejszego przyszłego wzrostu gospodarczego na świecie może odzwierciedlać przekonanie uczestników rynku o gotowości kluczowych producentów OPEC do zmniejszenia produkcji, co ograniczyłoby wpływ słabszego popytu na poziom cen paliw.

Wzrost cen ropy WTI spowodowany był uruchomieniem rurociągu TransCanada's z Cushing w Oklahomie do Port Arthur w Teksasie, co spowodowało ponowny spadek zapasów w Cushing (w głównym ośrodku dostaw ropy WTI). Ponadto, silny atak zimy spowodował w połowie stycznia br. zakłócenia w pracy rafinerii w środkowo-zachodniej części USA, co prawdopodobnie przyczyni się do wzrostu cen w najbliższej przyszłości.

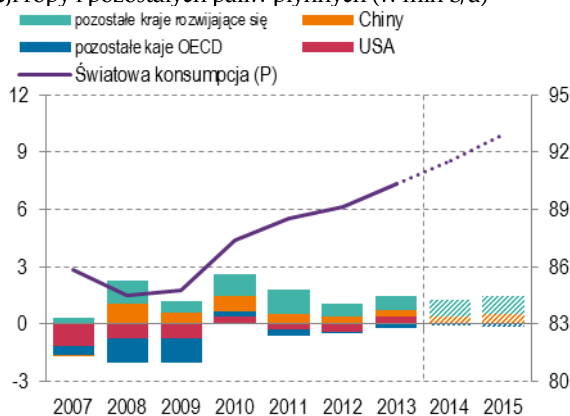
W ostatnich tygodniach utrzymała się wzrostowa tendencja długoterminowego spreadu między ropą Brent i WTI, obserwowana od początku października ub.r. Różnica cen między kontraktami terminowymi na dostawy w grudniu 2015 r. Brent i WTI, która w ciągu pierwszych trzech kwartałów ub.r. kształtowała się na poziomie między 7 USD/b i 11 USD/b, przekroczyła od listopada ub.r. poziom 14 USD/b. Wzrost długoterminowej premii ropy Brent odzwierciedla rosnące oczekiwania na zwiększenie dostaw lekkiej i słodkiej ropy rafinerii w regionie Zatoki Meksykańskiej. Mogłoby to spowodować znaczne i trwałe niższe ceny ropy naftowej produkowanej w USA w porównaniu z gatunkami zagranicznymi.

Obserwowana w ostatnich tygodniach deprecjacja walut gospodarek rozwijających się może wpłynąć na obniżenie przyszłego popytu na paliwa. W efekcie surowce, w tym ropa naftowa, stały się droższe w krajach, gdzie nastąpiła deprecjacja walut. Podczas gdy cena ropy Brent w USD obniżyła się od 17 grudnia do 6 lutego o 1,2%, to w tym samym okresie wyrażona w brazylijskich realach wzrosła o 1,5%, w południowoafrykańskich randach o 5,6% i w lirach tureckich o 7,3%. Ponadto banki centralne w niektórych krajach wschodzących podniosły stopy procentowe w celu ograniczenia inflacji i powstrzymania deprecjacji walut. Jednak może to prowadzić do spowolnienia przyszłego wzrostu gospodarczego, w tym również popytu ropę naftową.

Popyt

Według szacunków Departamentu Energii USA (DE) światowa konsumpcja paliw wzrosła o 1,2 mln b/d w 2013 r. Oczekuje się, że w dwóch najbliższych latach popyt na ropę i pozostałe paliwa będzie stopniowo przyspieszał. Prognozy z lutego br. wskazują, że globalne zapotrzebowanie na paliwa zwiększy się w 2014 r. o blisko 1,3 mln b/d, a w 2015 r. o dalsze 1,4 mln b/d, przekraczając poziom 93 mln b/d w II poł. 2015 r.

Wykres 92. Poziom i roczne zmiany światowej konsumpcji ropy i pozostałych paliw płynnych (w mln b/d)



Źródło: Departament Energii USA

Podobnie, jak w latach poprzednich również w okresie 2014-2015 prawie cały wzrost konsumpcji paliw będzie przypadał na kraje rozwijające się. Oczekuje się, że popyt na ropę w Chinach będzie w dwóch najbliższych latach stopniowo przyspieszał. Chiny, które wciąż są krajem o największej skali wzrostu popytu na ropę, zwiększą swoje zapotrzebowanie na paliwa o 400 tys. b/d w 2014 r. i o 430 tys. b/d w 2015 r. (po wzroście o 380 tys. b/d w 2013 r.).

Wzrost konsumpcji ropy w Chinach osłabł po silnym wzroście w 2009 r. (o 14%), co odzwierciedla skutki światowego kryzysu finansowego i gospodarczego. Jednak w dalszym ciągu na kraj ten przypada blisko 1/3 wzrostu światowej konsumpcji ropy. Wzrost popytu na ropę w Chinach zależy od kilku czynników, w tym przede wszystkim od dynamiki wzrostu gospodarczego, żywienia w światowym handlu, sytuacji w krajowym sektorze energetycznym oraz rozwoju transportu i

mocy produkcyjnych w chińskich rafineriach. Według prognoz DE **Chiny staną się w 2014 r. największym światowym importerem ropy**. Przewiduje się, że w br. import ropy netto w Chinach zwiększy się do 6,6 mln b/d (wobec 6,2 mln b/d w 2013 r.), podczas gdy w Stanach Zjednoczonych obniży się do 5,5 mln b/d (z 6,6 mln b/d w 2013 r.).

Z drugiej strony **oczekiwana jest stabilizacja popytu na paliwa w gospodarkach OECD w perspektywie dwóch najbliższych lat**. O ile w Stanach Zjednoczonych przewiduje się, że nastąpi pewien wzrost konsumpcji ropy, to w pozostałych krajach rozwiniętych prognozowany jest niewielki spadek popytu. Oczekuje się, że konsumpcja ropy w Japonii obniży się o 120 tys. zarówno w 2014 r., jak i 2015 r. ze względu na wzrost wykorzystania gazu ziemnego w sektorze energetycznym oraz przywrócenie działalności części zamkniętych obecnie elektrowni atomowych. Prawdopodobnie nadal będzie obniżał się na paliwa w Europie, jednak skala tego spadku zmniejszy się (do 100 tys. b/d w 2014 r. i 50 tys. b/d w 2015 r.).

Podaż w krajach nienależących do OPEC

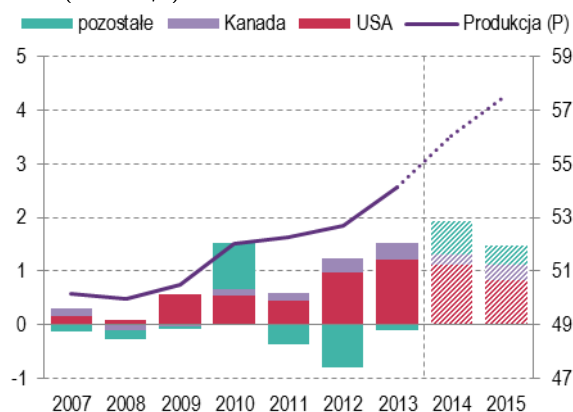
DE szacuje, że produkcja paliw w krajach spoza OPEC wzrosła w 2013 r. o 1,4 mln b/d, przekraczając w końcu ub.r. poziom 55 mln b/d. Według prognoz z lutego br. produkcja w krajach nienależących do OPEC zwiększy się o 1,9 mln b/d w 2014 r. i o dalsze 1,5 mln b/d w 2015 r., osiągając poziom 58 mln b/d w II poł. 2015 r. Największy wzrost produkcji w tym okresie będzie obserwowany w Ameryce Północnej.

Oczekuje się, że produkcja w USA i Kanadzie zwiększy się odpowiednio o 1,0 mln b/d i o 0,25 mln b/d w ciągu najbliższych dwóch lat. **Według prognoz DE produkcja ropy naftowej w USA wzrośnie** do 8,4 mln b/d w 2014 r. (wobec średnio 7,5 mln b/d w 2013 r.) i do 9,2 mln b/d w 2015 r. (zbliżając się do historycznie najwyższego poziomu w tym kraju – 9,6 mln b/d w 1970 r.). W lutym 2014 r. prognoza produkcji ropy w USA została obniżona o 0,1 mln b/d ze względu na zakłócenia w wykonywaniu nowych odwiertów spowodowane trudnymi zimowymi warunkami. Wzrost produkcji przy-

czynia się do ograniczenia importu. W 2013 r. udział importu w konsumpcji paliw w USA obniżył się do 33% (wobec 60% w 2005 r.). Przewiduje się, że w 2015 r. udział importu netto obniży się do 25%, będzie więc najniższy od 1971 r.

DE w prognozie z lutego br. założył wyraźny wzrost produkcji ropy także w pozostałych krajach spoza OPEC. Oczekuje się, że wzrośnie ona o 0,6 mln b/d w 2014 r. (były to więc pierwszy wzrost produkcji w tej grupie krajów po trzech kolejnych latach spadków) i o dalsze 0,3 mln b/d w 2015 r. Największy wzrost produkcji odnotują prawdopodobnie Brazylia (średnio o 150 tys. b/d), ze względu na zwiększenie produkcji z pól głębinowych pod dnem Atlantyku oraz Kazachstan (o 90 tys. b/d w 2014 r. i o 130 tys. b/d w 2015 r.) ze względu na planowane wznowienie w II poł. br. produkcji z pola Kaszagan. Ze względu na poważne trudności techniczne oraz wysokie koszty Kaszagan nie osiągnie do końca 2015 r. docelowego poziomu produkcji (370 tys. b/d).

Wykres 93. Poziom i roczne zmiany produkcji ropy i pozostałych paliw płynnych w krajach nienależących do OPEC (w mln b/d)



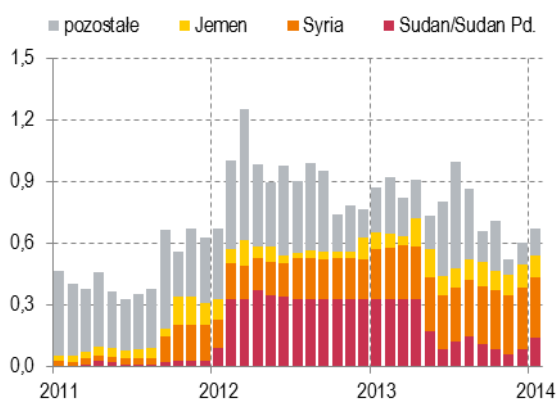
Źródło: Departament Energii USA

Zakłócenia w produkcji w krajach nienależących do OPEC wyniosły w 2013 r. średnio 0,8 mln b/d. W styczniu 2014 r. ich skala obniżyła się poniżej 0,7 mln b/d. Ponad 80% zakłóceń w produkcji w krajach nienależą-

cych do OPEC przypada nadal na Sudan Południowy, Syrię i Jemen⁴⁹.

Prognozy wskazują, że Syria i Jemen będą stanowiły dużą część zakłóceń w podaży ropy także w ciągu najbliższych dwóch lat. Polityczne przyczyny zakłóceń w tych krajach wciąż pozostają bowiem dalekie od rozwiązania. Zakłócenia w produkcji w IV kw. 2013 r. wyniosły 290 tys. b/d w Syrii i 100 tys. b/d w Jemenie. Przewiduje się, że moce produkcyjne w obu krajach w perspektywie dwóch najbliższych lat będą nadal się obniżały ze względu na znaczną skalę zniszczeń infrastruktury naftowej w obu krajach.

Wykres 94. Zakłócenia w produkcji ropy naftowej w krajach nienależących do OPEC (w mln b/d)



Źródło: Departament Energii USA

Niepewne są także perspektywy produkcji ropy w Sudanie i Sudanie Południowym. Skala zakłóceń w Sudanie Południowym zmniejszyła się w ciągu 2013 r. ze średnio 330 tys. b/d w I kw. ub.r. do niespełna 100 tys. b/d w IV kw. 2013 r., odzwierciedlając z jednej strony wzrost produkcji, z drugiej zmniejszanie się efektywnych zdolności produkcyjnych. Jednak konflikt zbrojny w Sudanie Południowym, który nasilił się w końcu ub.r. spowodował zamknięcie części pól naftowych oraz zmniejszenie produkcji z pozostałych.

⁴⁹ Skala zakłóceń w krajach nienależących do OPEC była więc niewiele mniejsza w porównaniu z 2012 r. (wówczas ich wielkość szacowano na 0,9 mln b/d), ale zdecydowanie większa w porównaniu z rokiem 2011 (0,5 mln b/d).

Podaż w krajach OPEC

Produkcja ropy w krajach OPEC wyniosła w 2013 r. średnio 30 mln b/d, a więc była o 0,9 mln b/d niższa w porównaniu z rokiem poprzednim, głównie w wyniku wzrostu zakłóceń w Libii, Nigerii i Iraku. Obserwowane obecnie zakłócenia w produkcji będą miały wpływ na poziom produkcji również w 2014 r. **DE prognozuje spadek produkcji ropy naftowej w krajach OPEC o 0,3 mln b/d zarówno w 2014 r., jak i w 2015 r.** Część krajów OPEC, w tym przede wszystkim Arabia Saudyjska, obniży produkcję w reakcji na wzrost dostaw paliw z krajów spoza kartelu.

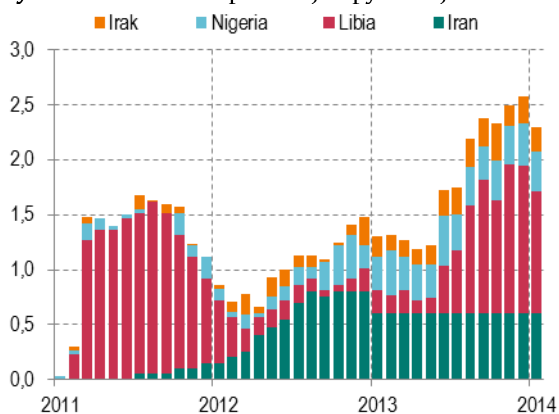
Zakłócenia w dostawach ropy z krajów OPEC wyniosły średnio 1,8 mln b/d w 2013 r., a więc skala ich była prawie dwukrotnie większa w porównaniu z rokiem poprzednim. Złożyły się na to zakłócenia w produkcji w Libii (0,7 mln b/d), Iranie (0,6 mln b/d), Nigerii (0,3 mln b/d) i Iraku (0,2 mln b/d). Zakłócenia zwiększyły się w II poł. ub.r. ze względu na sytuację w Libii. Przyczyny, które spowodowały obniżenie się dostaw z tych krajów pozostają w dalszym ciągu nierozwiązane, przez co stanowią istotny element niepewności w prognozie produkcji ropy.

Produkcja ropy w Libii została silnie obniżona w II poł. 2013 r. w następstwie długotrwałych strajków w terminalach eksportowych w środkowo-wschodniej części kraju oraz protestów wokół pól naftowych, rurociągów i terminali w zachodniej części kraju. W ostatnich dwóch miesiącach 2013 r. produkcja libijskiej ropy spadła do zaledwie 0,2 mln b/d z 1,4 mln b/d średnio w I poł. ub.r. Zakłócenia w Libii stanowiły połowę wszystkich zakłóceń w produkcji ropy w krajach OPEC w IV kw. 2013 r. Libia stanowi najważniejsze ryzyko wzrostu dostaw ropy w 2014 r. ze względu na dotychczasowy silny spadek produkcji i eksportu.

W styczniu 2014 r. nastąpił częściowy powrót libijskiej ropy na światowe rynki, w wyniku wznowienia produkcji ropy z pola El Sharara. Wpłynęło to na wzrost produkcji o 340 tys. b/d w porównaniu z grudniem ub.r. Jednak w lutym br. produkcja ponownie spadła po zablokowaniu przez protestujących rurociągu transportującego ropę z

El Sharara. Pola naftowe, rurociągi oraz porty w zachodniej Libii są celem częstych ataków grup próbujących zdobyć polityczne wpływy. W regionie środkowo-wschodnim trzy z głównych portów naftowych (Es Sider, Ras Lanuf, i Zueitina) są okupowane przez grupy dążące do uzyskania regionalnej autonomii. Pola, z których była dostarczana ropa do tych terminali, pozostają w większości zamknięte od połowy 2013 r. Prognoza DE zakłada, że produkcja Libii będzie kształtowała się w 2014 r. na obniżonym poziomie, a jej częściowy wzrost przewidywany jest dopiero w 2015 r.

Wykres 95. Zakłócenia produkcji ropy w krajach OPEC



Źródło: Departament Energii USA

Według szacunków produkcja ropy w Iranie, w wyniku nałożonych na ten kraj sankcji, zmniejszyła się do 2,8 mln b/d w 2013 r. z 3,7 mln b/d w 2011 r. Sankcje znacznie ograniczyły możliwości inwestycji służących utrzymania wydobywania na względnie stabilnym poziomie. Wspólny Plan Działań (*The Joint Plan of Action*) ogłoszony w listopadzie 2013 r., a realizowany od stycznia br. nie znosi podstawowych sankcji, chociaż zawiesza sankcje związane z ubezpieczeniem i transportem ropy. Prognoza DE zakłada dalsze zmniejszanie się produkcji ropy w Iranie do 2015 r. z powodu ograniczenia projektów inwestycyjnych. Możliwości zwiększenia eksportu w dużym stopniu będą zależały od przebiegu dalszych negocjacji pomiędzy Iranem oraz przedstawicielami Rady Bezpieczeństwa ONZ.

Oczekiwane jest utrzymanie się wzrostowej tendencji nadwyżek mocy produkcyjnych w krajach OPEC, która obserwowana jest od II poł. 2013 r. Oczekuje się, że

nadwyżki mocy produkcyjnych, skoncentrowane w Arabii Saudyjskiej, ukształtują się w I kw. br. na poziomie 2,2 mln b/d. Średnio w 2014 r. wzrosną one do 2,5 mln b/d w 2014 r. i do 3,8 mln b/d w 2015 r. Przewidywany wzrost wolnych mocy produkcyjnych będzie wynikał przede wszystkim z ograniczenia podaży ropy w Arabii Saudyjskiej ze względu na zmniejszanie się skali zakłóceń w dostawach z niektórych krajów OPEC oraz w reakcji na rosnące dostawy z krajów spoza organizacji.

Zapasy

W 2013 r. konsumpcja ropy była o 0,4 mln b/d większa w porównaniu z produkcją, co przyczyniło się do spadku zapasów tego surowca. W największym stopniu zmniejszyły się zapasy w gospodarkach rozwijających się. W dwóch najbliższych latach oczekiwana jest stabilizacja poziomu zapasów.

Według szacunków DE zapasy rynkowe paliw płynnych w krajach OECD wyniosły na koniec 2013 r. 2,61 mld b., były więc o ponad 40 mln b/d mniejsze w porównaniu z końcem 2012 r. Spadek zapasów skoncentrowany był przede wszystkim w USA. Oczekuje się, że do końca br. zapasy ropy i produktów naftowych wzrosną do 2,63 mld b, a w końcu 2015 r. osiągną poziom 2,64 mln b/d.

Prognozy

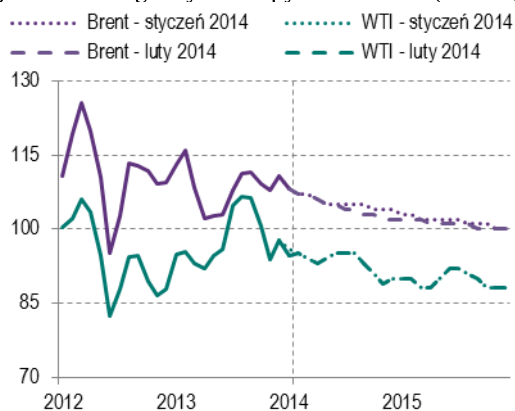
Oczekiwany szybszy wzrost produkcji paliw w krajach spoza OPEC niż światowej konsumpcji w horyzoncie najbliższego roku powinien przyczynić się do obniżenia cen ropy naftowej. DE przewiduje, że średnia cena ropy Brent wyniesie w 2014 r. 105 USD/b⁵⁰ (wobec 109 USD/b w 2013 r.) i 101 USD/b w 2015 r.

Według prognozy DE z lutego br. premia ropy Brent do WTI, która wyniosła w 2013 r. średnio 11 USD/b, utrzyma się na podobnym poziomie w dwóch najbliższych latach. Wysokość tej premii odzwierciedla koszty transportu i przetwórstwa zwiększających się dostaw

⁵⁰ Po trzech kolejnych miesiącach podwyższania (listopad 2013 – styczeń 2014), w lutym br. Departament Energii obniżył nieco prognozę cen ropy Brent na 2014 r. Obniżona została także prognoza cen ropy na 2015 r.

lekkiej i słodkiej ropy naftowej w rafineriach amerykańskich (w tym przede wszystkim w regionie Zatoki Meksykańskiej) i kanadyjskich.

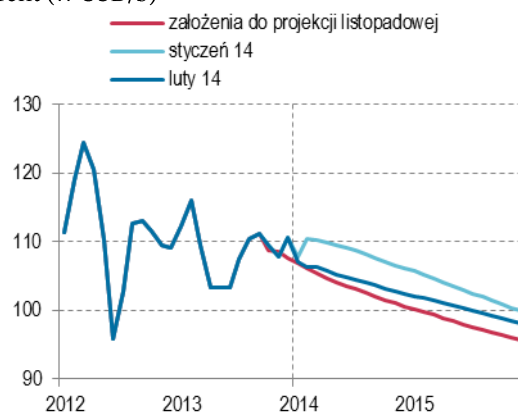
Wykres 96. Prognozy cen ropy Brent i WTI (w USD/b)



Źródło: Departament Energii USA

Podobny poziom cen wskazują notowania rynków terminowych. Na podstawie notowań w tygodniu kończącym się 6 lutego br. można oczekiwać, że średnia cena ropy Brent wyniesie 105 USD/b w 2014 r. i 100 USD/b w 2015 r., a więc będzie niewiele wyższa w porównaniu do poziomu przyjętego w założeniach do listopadowej projekcji NBP.

Wykres 97. Notowania kontraktów terminowych ropy Brent (w USD/b)



Źródło: Departament Energii USA

Ryzyka prognozy zdecydowanie bardziej znajdują się obecnie po stronie podaźowej. Ich bilans wskazuje, że produkcja ropy może być niższa niż wynika to z prognozy DE.

Stopy procentowe

- W styczniu i lutym 2014 r. stopy procentowe banków centralnych w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii nie uległy zmianie.
- Od początku 2014 r. długoterminowe stopy procentowe na głównych rynkach obniżyły się.
- Oczekiwania analityków rynkowych wskazują, że w 2014 r. długoterminowe stopy procentowe ulegną wzrostowi.

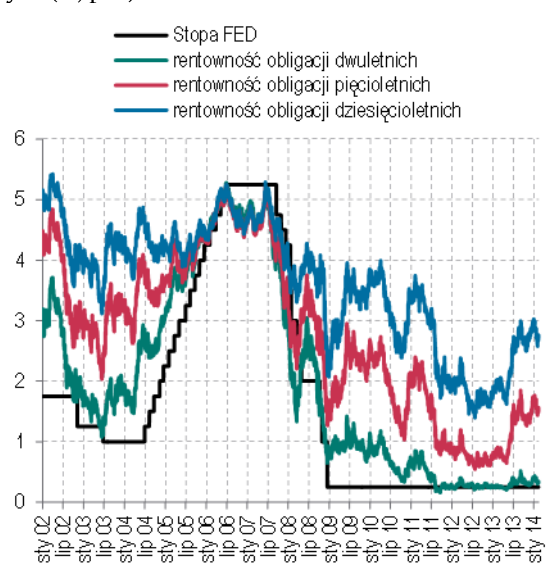
Stany Zjednoczone

W dniu 16 grudnia 2008 r. FOMC podjął decyzję o obniżeniu stopy fed funds o 75 pb do poziomu 0,25%. Równocześnie FOMC poinformował, że poziom głównej stopy procentowej FED będzie się zawierał w przedziale 0-0,25% w skali roku. Tym samym można stwierdzić, że w dniu 16 grudnia 2008 r. FED rozpoczął prowadzenie polityki zerowej stopy procentowej (ZIRP). Od decyzji z 16 grudnia 2008 r. FOMC nie zmienił poziomu stopy procentowej fed funds, która nadal zawiera się w przedziale 0-0,25% w skali roku (por. wykres 90). Tym samym od ponad pięciu lat poziom oficjalnych stóp procentowych w USA jest w zasadzie zerowy.

Równocześnie podczas ostatniego posiedzenia FOMC w styczniu 2014 r. władze monetarne w Stanach Zjednoczonych utrzymały stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Obecna retoryka FOMC wskazuje, że stopy procentowe pozostaną na tym poziomie przynajmniej do czasu aż m.in. bezrobocie osiągnie poziom około 6,5%. Równocześnie FED zapowiedział kontynuację zakupu dodatkowych papierów wartościowych o zabezpieczeniu na rynku hipotecznym (MBS), jak również kontynuację programu skupu obligacji skarbowych o dłuższych terminach zapadalności. Redukcji uległo natomiast tempo skupu obydwu typów papierów wartościowych, o 5 mld USD miesięcznie w obydwu przypadkach. W przypadku MBS redukcja z 35 mld USD do 30 mld USD miesięcznie. Z kolei w przypadku obligacji skarbowych redukcja z 40 mld USD do 35 mld USD miesięcznie. Tym samym na początku 2014 r. FED kontynuował tzw. „QE tapering”, który

rozpoczął się w grudniu 2013 r.

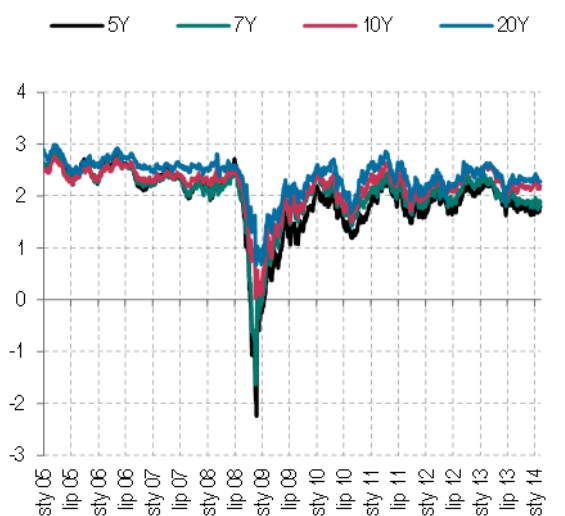
Wykres 98. Stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych (% p.a.)



Źródło: Ecwin.

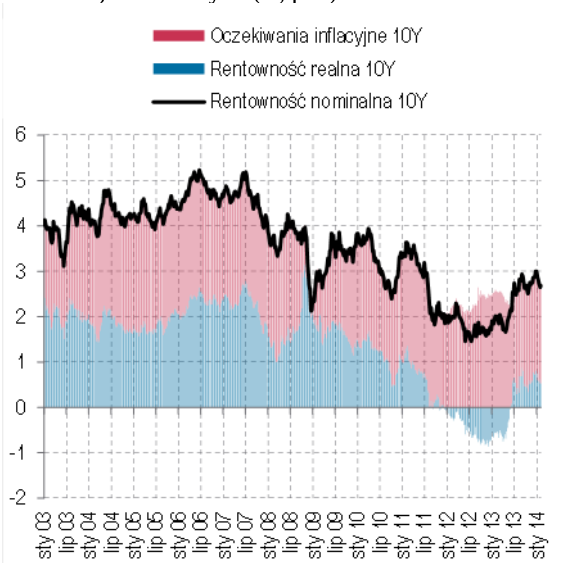
W ciągu stycznia i lutego 2014 r. rentowności amerykańskich obligacji skarbowych obniżyły się. W okresie od końca grudnia 2013 r. do połowy lutego 2014 r. rentowność obligacji 2-letnich obniżyła się o ok. 7 pb, rentowność obligacji 5-letnich uległa spadkowi o ok. 24 pb, natomiast rentowność 10-letnia obniżyła się o ok. 29 pb. W efekcie powyższych zmian, w dniu 13 lutego 2014 r. rentowność obligacji 2-letnich ukształtowała się na poziomie 0,32% w skali roku, rentowność obligacji 5-letnich wyniosła 1,50% w skali roku, natomiast rentowność obligacji 10-letnich wyniosła 2,73% w skali roku. Równocześnie w okresie od końca grudnia 2013 r. do połowy lutego 2014 r. oczekiwana inflacja w horyzoncie kolejnych 10 lat obniżyła się o 4 pb do poziomu 2,2% w skali roku, podczas gdy w analogicznym okresie realna 10-letnia stopa procentowa obniżyła się o 28 pb do poziomu 0,5% w skali roku.

Wykres 99. Break-even infation w Stanach Zjednoczonych (p.p., p.a.)



Źródło: Ecwin.

Wykres 100. Dekompozycja rentowności 10-letniej w Stanach Zjednoczonych (% , p.a.)



Źródło: Ecwin.

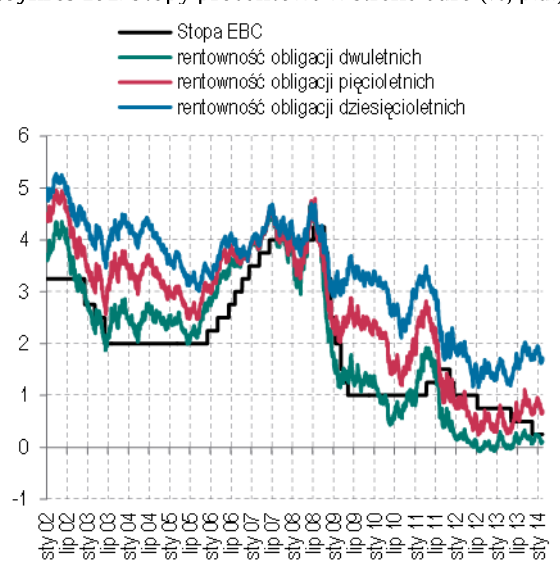
Zgodnie z oczekiwaniami agencji Bloomberg z dnia 14 lutego 2014 r. stopa procentowa funduszy federalnych zostanie utrzymana na niezmiennym poziomie do I kw. 2015 r. Z kolei w zakresie rentowności 10-letniej ankietowani przez Bloomberg'a analitycy oczekują, że w horyzoncie kolejnych pięciu kwartałów będzie ob-

serwowany jej stopniowy wzrost do poziomu około 3,48% w skali roku na koniec I kw. 2015 r.

Strefa euro

W styczniu i lutym 2014 r. władze monetarne EBC pozostawiły główną stopę procentową na niezmiennym poziomie, tj. 0,25% w skali roku. Ostatnia obniżka głównej stopy procentowej EBC o 25 pb miała miejsce w listopadzie 2013 r.

Wykres 101. Stopy procentowe w strefie euro (% , p.a.)

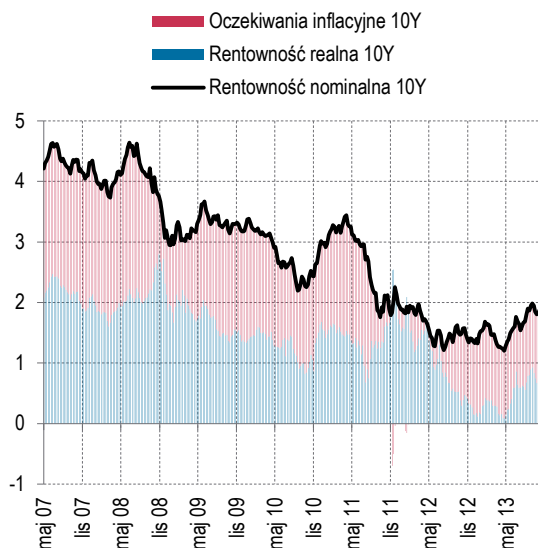


Źródło: Ecwin.

W ciągu stycznia i lutego 2014 r. rentowności europejskich obligacji skarbowych poruszały się w trendzie spadkowym, podobnie jak rentowności amerykańskie. W okresie od końca grudnia 2013 r. do połowy lutego 2014 r. rentowność obligacji 2-letnich obniżyła się o 11 pb, rentowność obligacji 5-letnich spadła o 26 pb, natomiast rentowność 10-letnich uległa spadkowi o 27 pb. W wyniku powyższych zmian w dniu 13 lutego 2014 r. rentowność obligacji 2-letnich ukształtowała się na poziomie 0,10% w skali roku, rentowność obligacji 5-letnich na poziomie 0,66% w skali roku, natomiast rentowność obligacji 10-letnich ukształtowała się na poziomie 1,67% w skali roku. Równocześnie w okresie od końca grudnia 2013 r. do połowy lutego 2014 r. rentowność realna o 10-letnim terminie zapadalności obniżyła się o 19 pb do poziomu 0,63% w skali roku,

podczas gdy oczekiwana w horyzoncie kolejnych 10 lat inflacja obniżyła się o 7 pb do poziomu 1,02% w skali roku.

Wykres 94. Dekompozycja rentowności 10-letniej w stree euro (% , p.a.)



Źródło: Ecwin.

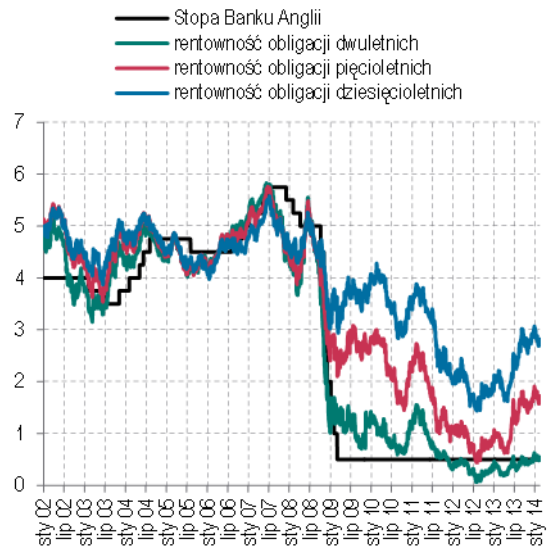
Zgodnie z oczekiwaniami Bloomberg z dnia 14 lutego 2014 r. główna stopa procentowa EBC zostanie utrzymana na niezmiennym poziomie 0,25% w skali roku do końca I kw. 2015 r. W zakresie rentowności 10-letniej ankietowani przez Bloomberg analitycy oczekują, że w horyzoncie kolejnych pięciu kwartałów będzie miał miejsce jej systematyczny wzrost do poziomu około 2,36% w skali roku na koniec I kw. 2015 r.

Wielka Brytania

W styczniu i lutym 2014 r. Bank Anglii utrzymał stopę procentową repo na niezmiennym poziomie. Ostatnia decyzja o redukcji oprocentowania miała miejsce w dniu 5 marca 2009 r., kiedy obniżono oprocentowanie o 50 pb z poziomu 1,00% do 0,50%. Tym samym główna stopa procentowa BoE znajduje się obecnie na poziomie 0,50% w skali roku. Poziom ten jest utożsamiany przez analityków z polityką zerowej stopy procentowej. Równocześnie Monetary Policy Council Banku Anglii kontynuuje dotychczasowy program APP (*Asset Pur-*

chase Programme) w wysokości 375 mld funtów.

Wykres 95 Stopy procentowe w Wielkiej Brytanii (% , p.a.)



Źródło: Ecwin.

W ciągu stycznia i lutego 2014 r. rentowności brytyjskich obligacji skarbowych poruszały się w trendzie spadkowym. W okresie od końca grudnia 2013 r. do połowy lutego 2014 r. rentowność obligacji 2-letnich obniżyła się o 3 pb, rentowność obligacji 5-letnich spadła o 17 pb, natomiast rentowność obligacji o 10-letnim terminie zapadalności obniżyła się o 24 pb. W rezultacie powyższych zmian w dniu 13 lutego 2014 r. rentowność obligacji 2-letnich ukształtowała się na poziomie 0,53% w skali roku, rentowność obligacji 5-letnich na poziomie 1,70% w skali roku, a rentowność obligacji 10-letnich na poziomie 2,80% w skali roku.

Zgodnie z oczekiwaniami Bloomberg z dnia 14 lutego 2014 r. Bank Anglii utrzyma główną stopę procentową na niezmiennym poziomie do I kw. 2015 r. Z kolei w zakresie rentowności 10-letniej ankietowani przez Bloomberg analitycy zakładają, że będzie ona systematycznie wzrastać w horyzoncie kolejnych pięciu kwartałów do poziomu około 3,64% w skali roku na koniec I kw. 2015 r.

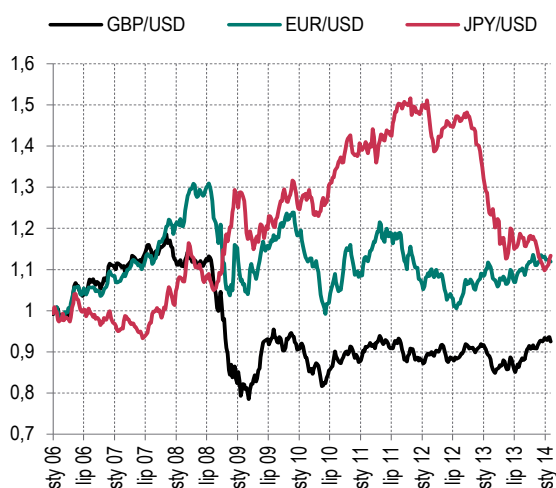
Kursy walutowe

- W I kw. 2014 r. dolar amerykański nie zmienił istotnie swojej wartości wobec głównych walut.
- W kategoriach parytetu siły nabywczej (PPP) dolar amerykański jest niedowartościowany, a euro przewartościowane.

Główne waluty

W styczniu i lutym 2014 r. kurs walutowy dolara amerykańskiego lekko aprecjonował względem głównych walut, z wyjątkiem jena. W okresie od końca grudnia 2013 r. do dnia 7 lutego 2014 r. dolar amerykański umocnił się względem euro o ok. 1% oraz o ok. 0,5% względem funta brytyjskiego. W analogicznym okresie dolar amerykański osłabił się o ok. 3% względem jena japońskiego. Równocześnie w omawianym okresie zmienność na głównych rynkach walutowych kształtowała się na zbliżonym poziomie do tego, który charakteryzował IV kw. 2013 r.

Wykres 102. Kurs euro, funta oraz jena względem dolara (I 2006=1, wzrost oznacza deprecjację dolara)



Źródło: Ecwin.

W kategoriach parytetu siły nabywczej (PPP) nominalny efektywny kurs dolara amerykańskiego (USD Trade Weighted Index) był w IV kw. 2013 r. niedowartości-

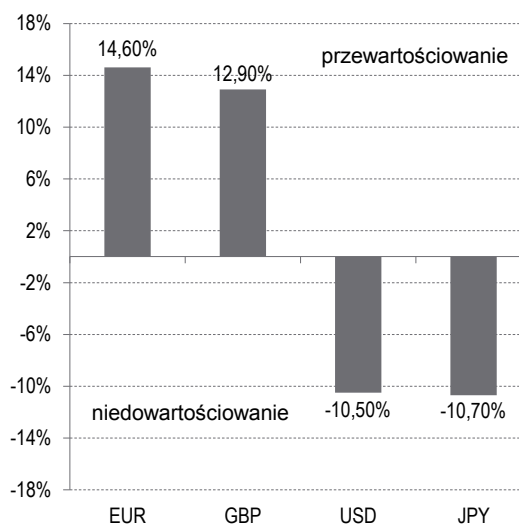
wany o 9,6%, podczas gdy GBP, EUR są walutami przewartościowanymi w stosunku do korespondujących poziomów PPP, co jest najbardziej widoczne w przypadku euro (ok. 14%).

Wykres 103. JPMorgan VXY Currency Volatility Index (G7)



Źródło: Ecwin.

Wykres 104. Odchylenia nominalnych efektywnych kursów walutowych (NEER) od poziomu parytetu siły nabywczej (PPP)



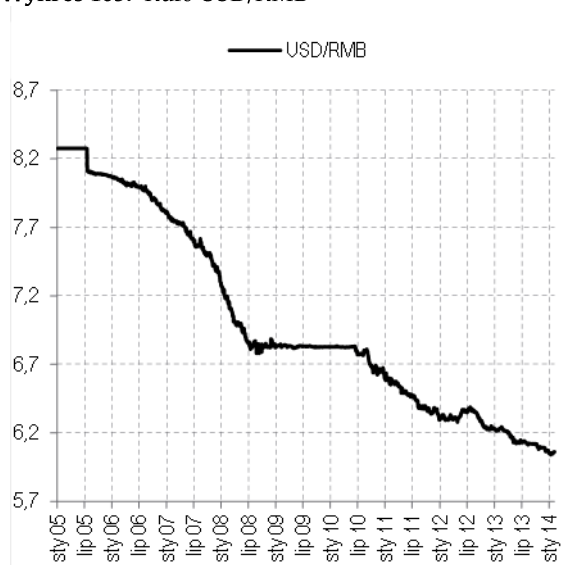
Źródło: Ecwin.

Reżim kursowy RMB

W dniu 21 lipca 2005 r. dokonano rewaluacji RMB wobec USD o 2,1% z poziomu 8,28 do 8,11 RMB za 1 USD. W dniu 19 maja 2007 r. wprowadzono zmianę w reżimie kursowym renminbi, poszerzając dzienne pasmo wahań juana wobec dolara amerykańskiego z +/- 0,3% do +/-0,5%. Powyższe zmiany były jak do tej pory pierwszymi ruchami w kierunku uelastycznienia polityki kursowej od 23 września 2005 r., kiedy dokonano poszerzenia pasma dziennych wahań juana wobec euro. Podczas kryzysu lat 2008-2009 kurs walutowy juana względem dolara pozostawał de facto kursem sztywnym. W dniu 19 czerwca 2010 Ludowy Bank Chin ogłosił, że reżim kursowy juana zostanie uelastyczniony: „In view of the recent economic situation and financial market developments at home and abroad, and the balance of payments (BOP) situation in China, the People’s Bank of China has decided to proceed further with reform of the RMB exchange rate regime and to enhance the RMB exchange rate flexibility”. Deklaracja ta nie oznaczała zmiany pasma dziennych wahań RMB względem USD. Od połowy czerwca 2010 r. aprecjacja RMB wobec USD postępuje w zasadzie systematycznie.

W styczniu i lutym 2014 r. kurs USD/RMB cechował się niższą do IV kw. 2013 r. zmiennością. W okresie od 21 lipca 2005 r. do 7 lutego 2014 r. juan umocnił się łącznie o ok. 27% w stosunku do dolara amerykańskiego. Z kolei w okresie od końca grudnia 2013 r. do 7 lutego 2014 r. juan osłabił się wobec USD o 0,2%.

Wykres 105. Kurs USD/RMB



Źródło: Ecwin.