

NR 03 (3/13) Październik 2013 r.

Koniunktura Międzynarodowa

Autorzy:

Paweł Borys

Marcin Grela

Marcin Hołda

Marcin Humanicki

Wojciech Mroczek

Leszek Skiba

Paweł Skrzypczyński

Kamil Wierus

Redakcja:

Anna Kosior

Michał Rubaszek

Ewa Rzeszutek

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.

Październikowe wydanie biuletynu zostało opracowane na podstawie danych dostępnych do dnia 30 października 2013 r. włącznie.

Spis treści

Synteza	4
Stany Zjednoczone	5
Strefa Euro	12
Niemcy	22
Wielka Brytania	31
Japonia	40
Produkty japońskie coraz mniej „Made in Japan”	47
Chiny	52
Równoległy sektor bankowy w Chinach	57
Brazylia	59
Rosja	64
Indie	68
Europa Środkowa-Wschodnia	73
Rynki surowcowe	79
Stopy procentowe	85
Kursy walutowe	88

Synteza

W I połowie 2013 r. dynamika wzrostu w najważniejszych gospodarkach świata nadal obniżała się. Od II połowy 2012 r. pogłębiała się skala spadku PKB w strefie euro i osłabiała się aktywność najważniejszych gospodarek z otoczenia strefy euro, w tym Stanów Zjednoczonych oraz Chin. Pogorszenie koniunktury w Chinach stanowiło negatywny czynnik dla wzrostu wiodących krajów rozwijających się, a przede wszystkim gospodarek surowcowych. W III kwartale br. sytuacja na światowych rynkach surowcowych była zróżnicowana. Z jednej strony kontynuowana była spadkowa tendencja cen produktów rolnych i metali przemysłowych, z drugiej pod – wpływem rosnącej skali zakłóceń w produkcji nastąpił wzrost cen ropy naftowej. Niski popyt przy słabej presji ze strony światowych cen surowców wpływały na obniżanie się lub stabilizację inflacji w większości gospodarek świata. Kontynuowana była ekspansywna polityka pieniężna w skali międzynarodowej.

Kształtowanie się wskaźników bieżącej koniunktury w II połowie 2013 r. w głównych gospodarkach świata może wskazywać na pewną poprawę perspektyw wzrostu w 2014 r. Impulsem dla ożywienia globalnego będzie przyspieszenie wzrostu w gospodarkach rozwiniętych. Skala i trwałość tej poprawy są jednak bardzo niepewne, co znajduje wyraz w m.in. w niestabilnych i często rozbieżnych prognozach analityków. W przyszłym roku można oczekiwać umiarkowanego wzrostu aktywności w gospodarkach Stanów Zjednoczonych i Japonii. Zwiększenie popytu w USA opierać się będzie na takich czynnikach, jak: powolna, ale postępująca poprawa w sektorze budownictwa mieszkaniowego, a także na rynku pracy, powiększenie się bogactwa amerykańskich gospodarstw domowych, łatwiejszy dostęp do kredytów. Oczekuje się, że szeroko zakrojony program reform rządu japońskiego przyniesie umiarkowaną poprawę wzrostu popytu w tym kraju.

Dane napływające w ostatnich miesiącach ze strefy euro wskazują, że aktywność gospodarcza powraca powoli na ścieżkę wzrostu. Towarzyszy temu poprawa nastrojów przedsiębiorców, wzrost produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz osłabienie negatywnych tendencji na rynku pracy. Obok popytu zewnętrznego, który w ostatnich latach podtrzymywał dynamikę PKB strefy euro, w kierunku wzrostu gospodarczego zaczyna oddziaływać również konsumpcja prywatna: wyraźnie poprawiły się nastroje konsumentów oraz utrzymuje się wzrost sprzedaży detalicznej. W warunkach ujemnej luki popytowej oraz spadku cen energii, obserwowana jest spadkowa tendencja inflacji HICP. Poprawa koniunktury przełożyła się na podniesienie prognoz wzrostu PKB strefy euro na 2013 i 2014 r. Perspektywy ożywienia aktywności nadal obciążone są jednak dużą niepewnością, związaną z rosnącym poziomem długu publicznego oraz wysokim zadłużeniem przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w części krajów regionu, a także z wątpliwościami dotyczącymi jakości aktywów banków. Pomimo korzystnych tendencji w zakresie sytuacji gospodarczej obserwowanych w całym regionie, należy pamiętać o utrzymującym się zróżnicowaniu pomiędzy poziomem aktywności w poszczególnych krajach strefy euro. Spośród głównych jej gospodarek, najwyższa dynamika PKB notowana jest w Niemczech. W Hiszpanii i we Włoszech, w których fundamenty gospodarcze są znacznie słabsze niż w gospodarce niemieckiej, obserwowane jest natomiast zahamowanie tendencji recesyjnych. Warto odnotowania jest również wysokie tempo wzrostu PKB w Portugalii (1,1% kw/kw) oraz kontynuację spadku aktywności gospodarczej w Holandii (-0,2% kw/kw), doświadczającej dostosowań po pęknięciu bańki na rynku nieruchomości.

Ważnym ryzykiem dla wzrostu globalnego w 2014 r. jest kształt polityki makroekonomicznej Stanów Zjednoczonych. Zacieśnienie tej polityki, którego stopień wykracza poza oczekiwania rynków może wpłynąć na większą zmienność cen aktywów na rynkach światowych, a także zahamować rachityczne oznaki ożywienia w gospodarce globalnej. Realizacja takiego scenariusza pogłębi słabnięcie wzrostu w gospodarkach rozwijających się, co wpłynie na dalsze obniżanie się cen surowców światowych.

Stany Zjednoczone

- **Przyspieszenie dynamiki PKB w II kw. br. za sprawą dodatniego wkładu inwestycji przedsiębiorstw.**
- **Silne pogorszenie nastrojów konsumentów i powolna poprawa na rynku pracy niekorzystne dla perspektyw konsumpcji prywatnej, choć dotychczas sprzedaż detaliczna relatywnie odporna**
- **Słabsze dane z rynku nieruchomości.**
- **W ostatnich miesiącach poprawa nastrojów przedsiębiorstw sektora przetwórczego, choć dane o produkcji przemysłowej dość mieszane**
- **Umiarkowana presja inflacyjna.**
- **W najbliższych kwartałach oczekiwane umiarkowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego, jednak czynnikami ryzyka są polityczne negocjacje fiskalne i oczekiwane decyzje Fed dotyczące ograniczenia skali luzowania ilościowego.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

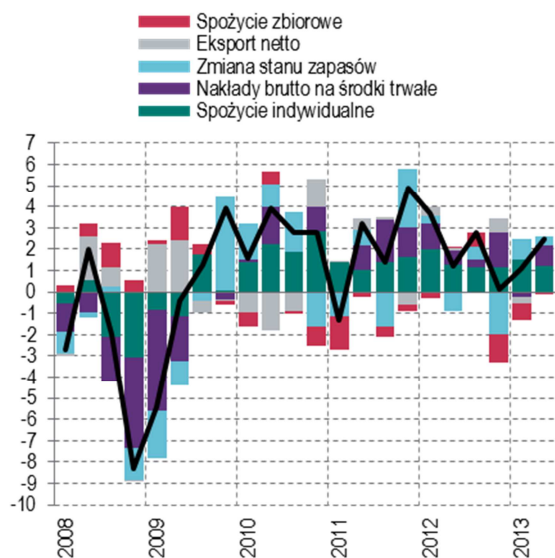
Zgodnie z trzecim, ostatecznym szacunkiem Biura Analiz Ekonomicznych (BEA) w II kw. wzrost PKB przyspieszył, co związane było głównie z dodatnim, w przeciwieństwie do I kw. br., wkładem inwestycji przedsiębiorstw. Opublikowane dotychczas dane miesięczne za III kw. br. skłaniają do wniosku, że w kwartale tym dynamika PKB mogła ulec pewnemu obniżeniu. W szczególności, istotnie pogorszyły się nastroje konsumentów, co mogło mieć negatywny wpływ na spożycie prywatne. Jednocześnie jednak wpływ ten prawdopodobnie nie był bardzo silny, o czym świadczą niezłe dane o sprzedaży detalicznej. Dane z rynku pracy za III kw. również nie były złe, choć były zauważalnie słabsze niż w pierwszych dwóch kwartałach bieżącego roku. W szczególności, w III kw. br. liczba nowo utworzonych miejsc pracy była niższa niż w I i II kw. br., choć stopa bezrobocia kontynuowała spadki. Jednocześnie nie widać zagrożenia dla wydatków gospodarstw domowych ze strony inflacji, która utrzymuje się na niskim poziomie.

W ostatnim okresie ukazały się słabsze dane z rynku nieruchomości. Z jednej strony kontynuowany był wzrost sprzedaży domów na rynku wtórnym oraz ich cen, z drugiej jednak strony można było zaobserwować wyhamowanie wzrostów nowych pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych nowych budów, a także trendu wzrostowego sprzedaży nowych domów. We wrześniu-październiku lekko pogorszyły się także nastroje wśród firm budujących nowe domy jednorodzinne, choć nadal są one pozytywne.

W ostatnim okresie pozytywne sygnały napłynęły natomiast z sektora przemysłu – wyraźnie poprawił się wskaźnik ISM PMI w sektorze przetwórczym, w którym we wrześniu br. drugi miesiąc z rzędu odnotowano wzrost zatrudnienia, co stanowi pozytywny sygnał dla perspektyw produkcji w tym sektorze. Jednocześnie jednak twarde dane o produkcji przemysłowej w ostatnim okresie były dość mieszane.

Wzrost gospodarczy

Zgodnie z trzecim, ostatecznym szacunkiem Biura Analiz Ekonomicznych (BEA) wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych przyspieszył w II kw. br. do 2,5% kw/kw saar (z 1,1% kw/kw saar w I kw. br.). Przyspieszenie dynamiki PKB wynikało przede wszystkim z dodatniego wkładu inwestycji przedsiębiorstw, które w poprzednim kwartale miały niewielki ujemny wkład. Spożycie indywidualne miało dodatni wkład do dynamiki PKB, jednak był on nieco niższy niż w I kw. 2013 r. Dodatni wkład do wzrostu PKB wniosła również zmiana stanu zapasów, natomiast wkład eksportu netto był nieznacznie ujemny. Ujemny, aczkolwiek niższy niż w I kw. br., był również wkład spożycia zbiorowego (por. Wykres 1).

Wykres 1. Dekompozycja kwartalnych zmian PKB w USA

Źródło: BEA

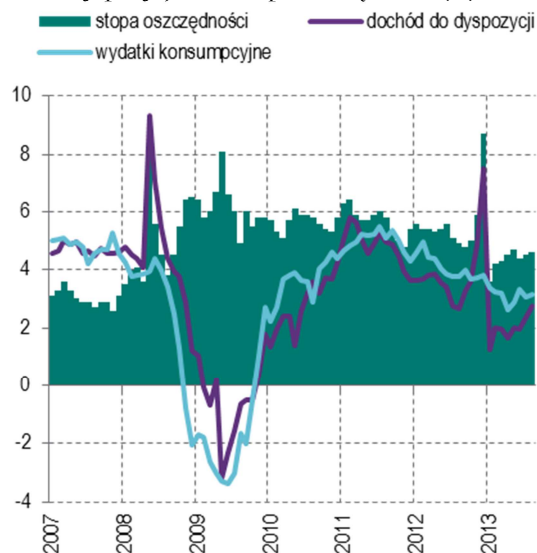
Wydatki konsumpcyjne

W sierpniu br. nominalna wartość wydatków konsumpcyjnych wzrosła o 0,3% m/m sa (realnie o 0,2% m/m sa), po wzroście o 0,2% m/m sa w lipcu (realnie o 0,1% m/m sa). Dynamika nominalnych wydatków konsumpcyjnych w ujęciu rocznym, po przyspieszeniu w maju i czerwcu br., w lipcu-sierpniu ustabilizowała się, kształtując się w sierpniu na poziomie 3,2% (por. Wykres 2).

W związku z wprowadzonymi na początku br. podwyżkami podatków, w I poł. br. osłabła roczna dynamika dochodów do dyspozycji, jednak w lipcu-sierpniu br. uległa ona przyspieszeniu (do 2,8% w sierpniu wobec 2,0% w czerwcu, por.). W ujęciu miesięcznym zannualizowane i odsezonowane dochody do dyspozycji gospodarstw domowych wzrosły o 0,5% (realnie o 0,3%) wobec wzrostu o 0,3% (realnie o 0,2%) w lipcu br.

W rezultacie nieco szybszego tempa wzrostu dochodów do dyspozycji niż wydatków konsumpcyjnych w lipcu-sierpniu br., stopa oszczędności amerykańskich gospodarstw również nieco wzrosła w tym okresie, kształtując się na poziomie 4,5% i 4,6% odpowiednio w lipcu i

sierpniu br., wobec 4,4% odnotowanych w czerwcu br. (por. Wykres 2).

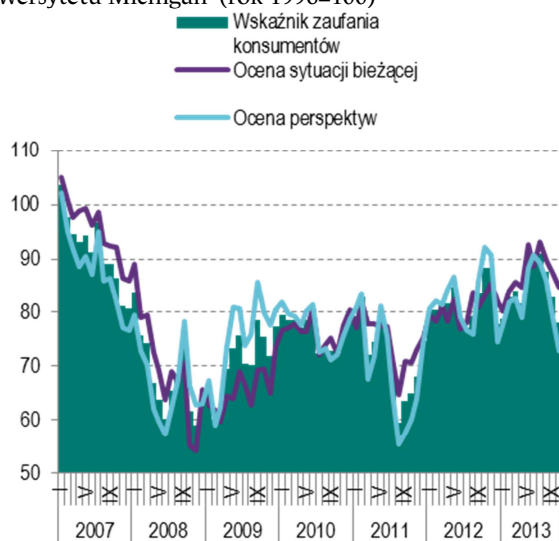
Wykres 2. Zmiany (% r/r) zannualizowanej i odsezonowanej wartości wydatków konsumpcyjnych i dochodów do dyspozycji oraz stopa oszczędności (%)

Źródło: BEA

Najnowsze, wrześniowe dane o sprzedaży detalicznej były dość dobre. Wprawdzie sprzedaż detaliczna ogółem spadła we wrześniu br. (po raz pierwszy od marca br.) o 0,1% m/m sa, wobec wzrostu o 0,2% m/m sa w sierpniu, a w ujęciu r/r dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 3,2% sa z 4,6% sa w sierpniu, jednak „bazowa” sprzedaż detaliczna (tj. po wyłączeniu samochodów, paliw i materiałów budowlanych), która jest bezpośrednio ujmowana w szacunkach PKB, wzrosła we wrześniu br. o 0,5% m/m sa wobec wzrostu o 0,2% m/m sa w sierpniu. Wzrost bazowej sprzedaży detalicznej mógł być związany ze wzrostem sprzedaży nowego modelu iPhone’a – sprzedaż w sklepach ze sprzętem elektronicznym wzrosła o 0,7% m/m sa, a w sklepach internetowych – o 0,4% m/m sa. Jednocześnie wartość sprzedaży detalicznej była niższa niż w sierpniu br. ze względu na spadek sprzedaży samochodów i części do nich (aż o 2,2% m/m sa, najsilniej od listopada ub. r.) – sprzedaż detaliczna po wyłączeniu tej kategorii wzrosła we wrześniu br. o 0,4% m/m sa.

Na perspektywach dla wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych w najbliższych miesiącach cieniem kładą się jednak odczyty wskaźnika nastrojów konsumentów University of Michigan za sierpień-październik br. Wskaźnik ten, po osiągnięciu szczytu w lipcu br. na poziomie 85,1, w kolejnych miesiącach obniżał się i w październiku ukształtował się na poziomie 73,2, najniższym od stycznia br. Październikowy spadek indeksu (z 77,5 punktu we wrześniu) wynikał głównie z pogorszenia ocen perspektyw (spadek odpowiedniej składowej do 62,5 w październiku z 67,8 we wrześniu br.), a w mniejszym stopniu z pogorszenia ocen sytuacji bieżącej (spadek odpowiedniego subindeksu do 89,9 punktu w październiku z poziomu 92,6 we wrześniu br., Wykres 3). Październikowe pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów można wiązać przede wszystkim z częściowym zamknięciem urzędów federalnych w I poł. miesiąca oraz niepewnością dotyczącą rozwiązania kwestii podniesienia limitu zadłużenia w Stanach Zjednoczonych.

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



Źródło: Reuters Ecwin

Rynek pracy

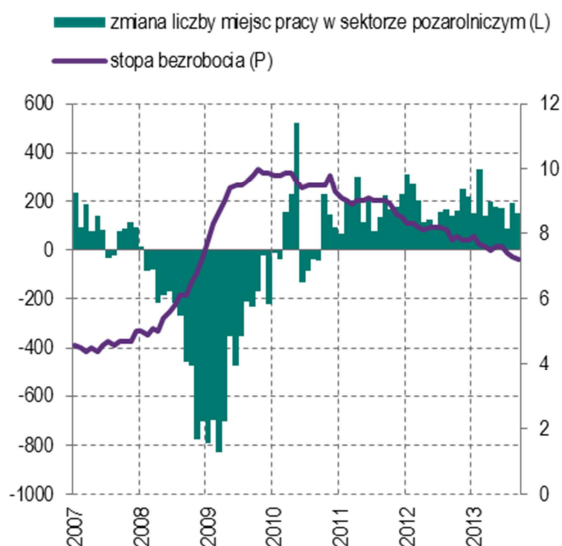
W ostatnich miesiącach ukazały się słabsze dane z rynku pracy, choć ogólnie sytuacja na tym rynku dalej powoli się poprawia. We wrześniu br. zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło o 148 tys. osób, po wzroście o 193 tys. w sierpniu¹. Przeciętny miesięczny wzrost zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w okresie styczeń 2013 – wrzesień 2013 r. wyniósł 178 tys. osób, a więc był wyższy od przeciętnego miesięcznego wzrostu w latach 2004-2007, kiedy wyniósł 160 tys. Jednocześnie jednak trzymiesięczna średnia ruchoma nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym obniżyła się we wrześniu br. do 143 tys., tj. poziomu najniższego od sierpnia 2012 r. kiedy wyniosła 135 tys. Wrzesniowy wzrost nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym wynikał przede wszystkim ze wzrostu liczby nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym (o 126 tys.), podczas gdy zatrudnienie w sektorze rządowym wzrosło o 22 tys. osób. We wrześniu drugi miesiąc z rzędu odnotowano wzrost zatrudnienia w sektorze przetwórstwa przemysłowego (o 2 tys. osób), co w połączeniu z wyraźną poprawą wskaźnika ISM PMI w ostatnich miesiącach (patrz: dalsza część rozdziału) stanowi pozytywny sygnał dla perspektyw produkcji przemysłowej w nadchodzących miesiącach.

Po okresie stabilizacji w II kw. br. na poziomie 7,6%, w lipcu-wrześniu br. stopa bezrobocia ponownie obniżała się, osiągając w tych miesiącach odpowiednio 7,4%, 7,3% i 7,2%. Spadkowi stopy bezrobocia towarzyszyło jednak obniżenie się w sierpniu br. współczynnika aktywności zawodowej o 0,2 pkt proc. do 63,2% (tj. do najniższego poziomu od sierpnia 1978 r.), na którym to poziomie wskaźnik ten utrzymał się również we wrześniu br. Wskaźnik zatrudnienia we wrześniu br. również utrzymał się na poziomie z sierpnia, tj. 58,6%. Wskaźnik zatrudnienia 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, obniżył się

¹ Dane za lipiec i sierpień br. zostały zrewidowane w sumie o 9 tys. miejsc pracy w górę.

we wrześniu br. do 36,9% z 37,9% w sierpniu i był o 3,4 pkt proc. niższy niż we wrześniu 2012 r.

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



Źródło: BLS

Rynek nieruchomości

W ostatnim okresie ukazały się słabsze dane z rynku nieruchomości. Z jednej strony kontynuowany był wzrost sprzedaży domów na rynku wtórnym oraz ich cen, z drugiej jednak strony można było zaobserwować wyhamowanie wzrostów nowych pozwoleń na budowę oraz rozpoczętych nowych budów, a także trendu wzrostowego sprzedaży nowych domów. We wrześniu-październiku br. lekko pogorszyły się także nastroje wśród firm budujących nowe domy jednorodzinne (choć nadal są one pozytywne).

Według danych Departamentu Handlu, w sierpniu br. zannualizowana (sa) liczba sprzedanych nowych domów jednorodzinnych była wyższa o 7,9% od liczby odnotowanej w lipcu oraz o 12,6% (najniższa roczna dynamika od grudnia 2011 r.) wyższa niż w sierpniu 2012 r. (por. Wykres 5).

Po czterech kolejnych miesiącach poprawy, we wrześniu i październiku br. nastroje wśród firm budujących domy jednorodzinne lekko się pogorszyły. W paździer-

niku br. indeks rynku domów National Association of Home Builders (NAHB)/Wells Fargo wyniósł 55 punktów wobec 57 punktów we wrześniu i 58 w sierpniu². Spadek indeksu w ostatnich dwóch miesiącach wynikał z obaw firm dotyczących rosnących kosztów pracy oraz dostępności wykwalifikowanej siły roboczej, a także z niepewności związanej z politycznymi negocjacjami fiskalnymi w Waszyngtonie.

Po około dwuletnim trendzie wzrostowym, w br. nastąpiło wyhamowanie wzrostów liczby wydanych pozwoleń na budowę domów i liczby rozpoczętych nowych budów. W sierpniu br. zannualizowana liczba wydawanych pozwoleń na budowę domów po uwzględnieniu czynników sezonowych spadła o 2,9% w ujęciu miesięcznym, natomiast roczna dynamika obniżyła się, czwarty miesiąc z rzędu, do 12,0% (z 13,7% w lipcu), tj. poziomu najniższego od grudnia 2011 r. Jednocześnie zannualizowana liczba rozpoczętych budów po usunięciu efektów sezonowych wzrosła o 0,9% w ujęciu miesięcznym oraz o 19,0% w ujęciu rocznym.

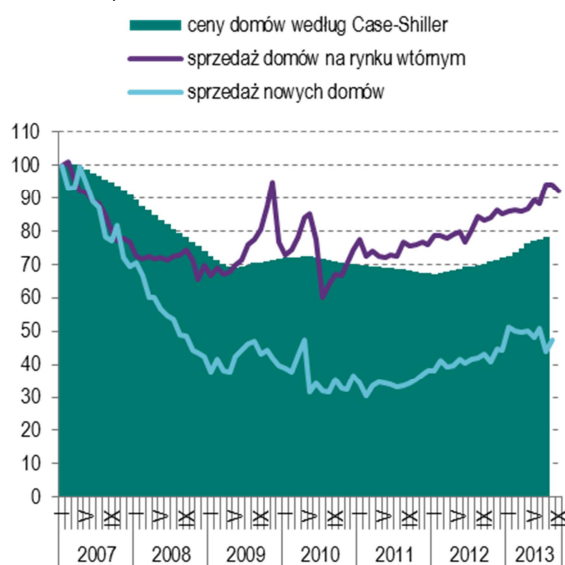
W przeciwieństwie do rynku pierwotnego, na rynku wtórnym kontynuowany jest wyraźny trend wzrostowy liczby sprzedanych domów, choć w ramach tej tendencji zdarzają się również miesiące spadków. Po osiągnięciu w sierpniu br. najwyższego poziomu od prawie czterech lat, we wrześniu br. zannualizowana liczba domów sprzedanych na rynku wtórnym po usunięciu czynników sezonowych obniżyła się o 1,9% w stosunku do sierpnia oraz była wyższa o 10,7% niż we wrześniu 2012 r. (por. Wykres 5).

Negatywnym czynnikiem dla sprzedaży domów w ostatnich miesiącach był istotny wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych. We wrześniu br. przeciętne oprocentowanie 30-letniego kredytu hipotecznego o stałej stopie procentowej wyniosło 4,49%, najwięcej od lipca 2011 r., wobec 4,46% w sierpniu. Dla porównania, we wrześniu 2012 r. wyniosło ono 3,47%. Jednocześnie jednak nadal obserwowane są wzrosty cen domów na rynku wtórnym. We wrześniu br. o 11,7% r/r wzrosła

² Wartości indeksu powyżej poziomu 50 pkt. oznaczają, że większość firm budujących domy postrzega warunki na rynku domów jako „korzystne”.

mediana ogólnokrajowych cen wszystkich rodzajów nieruchomości mieszkaniowych na rynku wtórnym, obliczana przez Krajowe Stowarzyszenie Pośredników na Rynku Nieruchomości (National Association of Realtors, NAR). W sierpniu br. indeks Case-Shiller cen domów jednorodzinnych w 20 głównych okręgach metropolitalnych wzrósł dziewiętnasty raz z rzędu (por. Wykres 5), choć nadal znajduje się na niskim poziomie.

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



Źródło: Reuters Ecwin

Produkcja przemysłowa

We wrześniu ukazały się mieszane dane o produkcji przemysłowej. Po wzroście w sierpniu br. o 0,4% m/m sa, we wrześniu produkcja przemysłowa wzrosła o 0,6% m/m sa. W ujęciu r/r dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 3,2% sa (najwyższego poziomu od listopada ub. r.) z 2,8% sa w sierpniu br. Jednocześnie jednak produkcja w przetwórstwie przemysłowym wzrosła w sierpniu br. zaledwie o 0,1% m/m sa (dynamika roczna wzrosła jedynie nieznacznie – do 2,6% sa z 2,5% sa w sierpniu), po wzroście o 0,5% m/m w sierpniu. Wrześniowy wzrost produkcji przemysłowej ogółem wynikał z silnego (o 4,4% m/m sa) wzrostu produkcji w sektorze przedsiębiorstw użyteczności publicznej, po pięciu

kolejnych miesiącach spadków. Produkcja w sektorze wydobywczym wzrosła o 0,2% m/m sa.

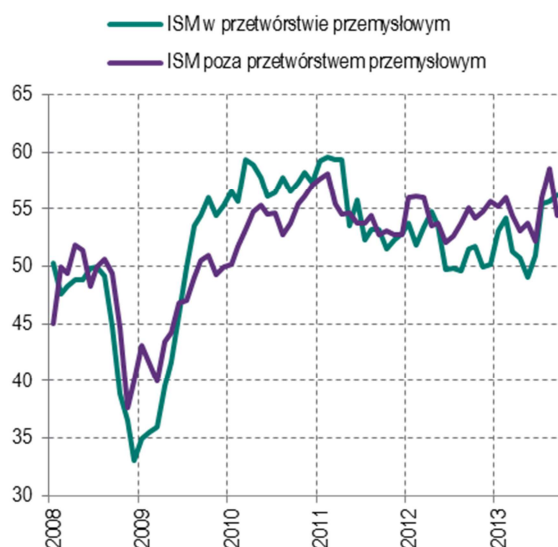
Wrześniowy wzrost produkcji w przetwórstwie przemysłowym wynikał ze wzrostu produkcji dóbr trwałego użytku (o 0,5% m/m sa) przy spadku (o 0,3% m/m sa), trzeci miesiąc z rzędu produkcji dóbr nietrwałego użytku. We wrześniu produkcja dóbr konsumpcyjnych wzrosła o 0,8% m/m sa, a produkcja sprzętu biznesowego wzrosła o 1,2% m/m sa.

We wrześniu o 0,4 pkt. proc. wzrósł stopień wykorzystania zdolności wytwórczych – do 78,3%, to jest do poziomu wyższego o 1,1 pkt. proc. od zanotowanego we wrześniu 2012 r., ale niższego o 1,9 pkt. proc. od średniej z lat 1972-2012.

Koniunktura przedsiębiorstw

Po pogorszeniu w marcu-maju br. nastroje przedsiębiorstw sektora przetwórczego wyraźnie poprawiły się w kolejnych miesiącach. Wskaźnik ISM-PMI wzrósł z poziomu 50,9 punktu w czerwcu do 56,2 punktu we wrześniu br. (por. Wykres 6). Tym samym wskaźnik ten znalazł się na poziomie najwyższym od kwietnia 2011 r. Wrześniowy wzrost wskaźnika o 0,5 punktu odzwierciedlał m. in. lekki (o 0,2 punktu) wzrost indeksu produkcji oraz wyraźny wzrost indeksu zatrudnienia (z 53,3 w sierpniu br. do 55,4 we wrześniu br., tj. do najwyższego poziomu w br.). Komentarze ankietowanych przedsiębiorców były ogólnie pozytywne i optymistyczne co do rosnącego popytu i poprawiającej się koniunktury.

Zgodnie ze wstępnymi danymi Departamentu Handlu, we wrześniu br. zamówienia dóbr trwałego użytku w amerykańskim przemyśle wzrosły o 3,7% m/m sa po wzroście w sierpniu o 0,2% m/m sa. Po wykluczeniu środków transportu zamówienia dóbr kapitałowych we wrześniu spadły o 0,1%, a po wykluczeniu dóbr wojskowych wzrosły o 3,2% m/m sa. Nowe zamówienia niewojskowych dóbr kapitałowych po wykluczeniu samolotów, które mogą zwiastować poziom przyszłej aktywności inwestycyjnej spadły we wrześniu br. o 1,1% m/m sa po wzroście o 0,4% m/m sa w sierpniu.

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

Źródło: ISM

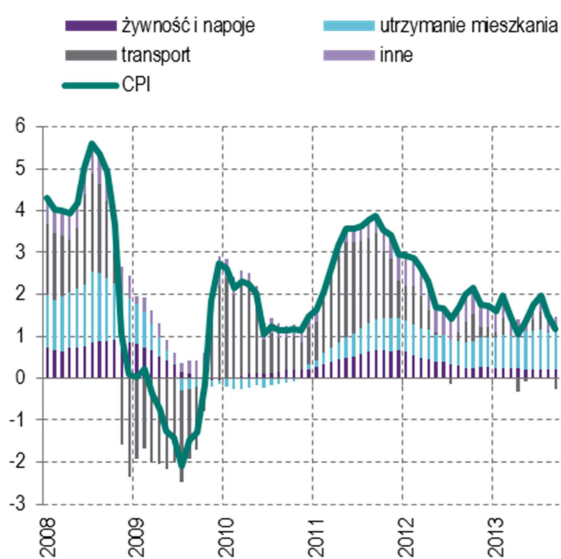
W sektorze „non-manufacturing” utrzymuje się relatywnie dobra koniunktura, która jednak we wrześniu br. uległa silnemu pogorszeniu (por. Wykres 6). We wrześniu odpowiedni indeks PMI obniżył się do 54,4 punktu z poziomu 58,6 punktu w sierpniu (por. Wykres 6). Spadek wskaźnika wynikał przede wszystkim z silnego spadku indeksu aktywności biznesowej/produkcji (do 55,1 punktu z 62,2 punktu w sierpniu) oraz indeksu zatrudnienia (do 52,7 punktu z 57,0 punktu w sierpniu br.). Komentarze większości respondentów nadal były pozytywne, wzrosła jednak niepewność dotycząca przyszłej koniunktury oraz kierunku, w którym zmierza amerykańska gospodarka.

Inflacja

We wrześniu br. inflacja konsumencka obniżyła się do 1,2% r/r z 1,5% r/r w sierpniu. Spadek ten wynikał głównie z obniżenia się dodatniego wkładu do wskaźnika CPI kategorii „transport” (por. Wykres 7). W ujęciu m/m po odsezonowaniu ceny konsumenta wzrosły o 0,2%. Inflacja bazowa spadła we wrześniu do 1,7%

z 1,8% w sierpniu i od marca br. utrzymuje się na poziomie poniżej 2,0%.

Inflacja cen producenta obniżyła się we wrześniu br. do 0,3%, z poziomu 1,4% w sierpniu. W ujęciu miesięcznym indeks PPI po odsezonowaniu spadł o 0,3%.

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

Źródło: BLS

Zgodnie z ankietą University of Michigan, w październiku br. oczekiwania inflacyjne w perspektywie jednego roku spadły do 3,0% wobec 3,3% we wrześniu br., pozostając tym samym na poziomie co najmniej 3% od listopada 2010 r. Oczekiwania inflacyjne w perspektywie pięciu lat spadły do 2,8% z 3,0% odnotowanych we wrześniu br.

Prognozy

W ostatnich kilku miesiącach prognozy rynkowe dotyczące wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych w 2013 i 2014 r. uległy obniżeniu. W październiku analitycy (ankieta Bloomberg) oczekiwali wzrostu PKB w 2013 r. na poziomie 1,6% (wobec czerwcowych oczekiwań w wysokości 1,9%) a w 2014 r. na poziomie 2,6% (wobec czerwcowych oczekiwań na poziomie 2,7%). Jednocześnie w ostatnich kilku miesiącach obniżono również prognozy inflacji w bieżącym i przyszłym roku.

Według analityków rynkowych inflacja w bieżącym roku wyniesie 1,5% (wobec czerwcowych oczekiwań w wysokości 1,8%), a w przyszłym roku – 1,8% (wobec czerwcowych oczekiwań na poziomie 2,1%).

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, obniżających dynamikę PKB w krótkim okresie. Skutki częściowego zamknięcia urzędów federalnych w I połowie października i niepewności związanej z przedłużającymi się negocjacjami dot. limitu zadłużenia w Waszyngtonie powinny być

raczej umiarkowanie negatywne i zmaterializować się w IV kw. br., bez istotnego wpływu na dynamikę PKB w kolejnych kwartałach. Wśród głównych czynników ryzyka dla scenariusza stopniowego ożywiania się koniunktury w 2014 r. należy wymienić: powrót w lutym 2014 r. kwestii ponownego podniesienia limitu zadłużenia i jej wpływu na zaufanie konsumentów i producentów, a także niepewność dotyczącą kształtu polityki pieniężnej Fed, w tym zwłaszcza jej wpływu na wysokość oprocentowania kredytów hipotecznych i siłę ożywienia inwestycji mieszkaniowych. Czynnikiem ryzyka pozostaje również siła i trwałość ożywienia popytu globalnego.

Tabela 1 Prognozy makroekonomiczne dla Stanów Zjednoczonych

	2012	2013	2014	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
realny PKB, % r/r								
MFW (paź-13)	2,8*	1,6	2,6	-	-	1,9	-	-
OECD (wrz-13)	2,8*	1,7	-	-	2,5†	2,7†	-	-
Bloomberg (paź-13)	2,8*	1,6	2,6	2,5*†	1,9†	2,4†	2,6†	2,8†
HICP, %, r/r								
MFW (paź-13)	2,1*	1,4	1,6	-	-	-	-	-
OECD (wrz-13)	2,1*	-	-	-	-	-	-	-
Bloomberg (paź-13)	2,1*	1,5	1,8	1,4*	1,6	1,5	1,5	1,9

* dane rzeczywiste

† kw/kw SAAR

Strefa Euro

- **Wzrost PKB o 0,3% kw/kw w II kw. br., w tym w Niemczech i we Francji przy ograniczeniu skali spadku PKB we Włoszech i Hiszpaniib**
- **Kontynuacja ożywienia w III kw. br.**
- **Oslabienie negatywnych tendencji na rynku pracy.**
- **Pozytywne odczyty wskaźników aktywności: wskaźnik PMI Composite od lipca br. powyżej wartości referencyjnej.**
- **Utrzymanie się wzrostowej tendencji produkcji przemysłowej na początku III kw. br.**
- **Dalsza poprawa nastrojów konsumentów oraz wzrost sprzedaży detalicznej w lipcu i sierpniu br.**
- **Niska presja inflacyjna odzwierciedlona w spadkowej tendencji inflacji HICP i inflacji bazowej (odpowiednio 1,1% i 1,2% we wrześniu br.).**
- **W porównaniu z czerwcem br. rewizje w górę prognoz PKB na 2013 i 2014 o odpowiednio 0,2-0,3 i 0,1 pkt. proc.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Dane napływające w ostatnich miesiącach ze strefy euro wskazują, że gospodarka ta powraca na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Co ważne, pozytywne tendencje widoczne są we wszystkich głównych gospodarkach regionu. W II kw. br. wzrósł PKB w Niemczech i we Francji. Natomiast w Hiszpanii i we Włoszech, w których – podobnie jak w pozostałych gospodarkach peryferyjnych – realizuje się scenariusz wychodzenia z recesji w oparciu o wzrost eksportu przy trwających dostosowaniach popytu krajowego, skala spadku PKB uległa istotnemu ograniczeniu.

Co prawda, dynamika PKB strefy euro w II kw. br. (0,3% kw/kw) została podwyższona przez czynniki jednorazowe³, lecz dane, które napłynęły w ostatnich miesiącach

wskazują, że w III kw. br. wysoce prawdopodobne jest jej utrzymanie się. Na kontynuację umiarkowanego ożywienia aktywności wskazują w szczególności pozostające na relatywnie wysokim poziomie wskaźniki koniunktury oraz utrzymanie się wzrostowej tendencji produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej na początku III kw. br. Warto także zwrócić uwagę na szacunek Banku Hiszpanii dotyczący dynamiki PKB tej gospodarki, zgodnie z którym w III kw. br. – po raz pierwszy od ponad dwóch lat – była ona nieznacznie dodatnia (0,1% kw/kw), przede wszystkim za sprawą dodatniego wkładu eksportu netto, ale także dzięki istotnemu ograniczeniu spadku popytu krajowego.

Ożywienie w strefie euro jest efektem oddziaływania splotu kilku czynników, z których najważniejszymi są: wzrost popytu zewnętrznego związany z poprawą sytuacji gospodarczej w gospodarkach rozwiniętych (w szczególności w Stanach Zjednoczonych i Japonii), relatywnie stabilna sytuacja na rynkach finansowych strefy euro, poprawa nastrojów konsumentów i producentów oraz poprawa konkurencyjności w niektórych krajach peryferyjnych strefy euro.

Warto jednak zauważyć, że obecne ożywienie w strefie euro jest wyraźnie słabsze od notowanego w 2010 r. po silnych spadkach aktywności w okresie kryzysu finansowego. Dynamika wzrostu gospodarczego w strefie euro jest ograniczana przez popyt wewnętrzny, który najprawdopodobniej pozostanie słaby także w najbliższych kwartałach. W szczególności, dotyczy to krajów peryferyjnych strefy euro, ale także Holandii doświadczającej dostosowań po pęknięciu bańki na rynku nieruchomości. Negatywny wpływ na dynamikę spożycia indywidualnego wywierają będą wysokie poziomy bezrobocia oraz zadłużenia gospodarstw domowych. Słabe perspektywy popytu konsumpcyjnego w połączeniu z utrzymującymi się utrudnieniami w dostępie do finansowania bankowego małych i średnich przedsiębiorstw w krajach peryferyjnych wskazują jednocześnie, że w najbliższych kwartałach

atmosferyczne, oraz silny wzrost produkcji sprzedanej samochodów we Francji i Niemczech.

³ Czynnikiem jednorazowym, które pozytywnie oddziaływały na dynamikę PKB w II kw. br. były: odbicie inwestycji i konsumpcji, na którego wpływ w I kw. br. wywarły niekorzystne warunki

najprawdopodobniej utrzyma się tam niska dynamika inwestycji. Ze względu na niepewność dotyczącą popytu i niską dynamikę eksportu z krajów rdzenia strefy euro do krajów peryferyjnych można oczekiwać, że dynamika inwestycji przedsiębiorstw pozostanie niska także w Niemczech i we Francji.

Wzrost gospodarczy

PKB strefy euro wzrósł w II kw. br. o 0,3% kw/kw wobec spadku o 0,2% kw/kw w poprzednim kwartale⁴. Roczna dynamika pozostała ujemna na poziomie -0,5% r/r (wobec -1,0% w poprzednim kwartale). Powyżej oczekiwań ukształtowała się dynamika PKB Niemiec (0,7% wobec oczekiwanych przez analityków ankietowanych przez agencję Bloomberg 0,6% kw/kw), Francji (0,5% wobec 0,2% kw/kw) oraz Włoch (-0,3% wobec -0,4% kw/kw). W skali zgodnej z oczekiwaniami rynku, jednak wyraźnie mniejszej niż w poprzednich kwartałach obniżył się natomiast PKB Hiszpanii (o 0,1% kw/kw).

Analizując strukturę dynamiki PKB strefy euro w II kw. br., warto zwrócić uwagę na wyhamowanie spadku popytu wewnętrznego, który od I kw. 2011 r. miał stale ujemny wkład do wzrostu; por. Tabela 2 oraz Wykres 8). Wzrosły zarówno spożycie indywidualne (wkład do zmiany PKB wyniósł 0,1 pkt. proc.) i zbiorowe (0,1 pkt. proc.), jak i nakłady brutto na środki trwałe. Dynamika PKB obniżana była natomiast przez ujemny wkład zmiany zapasów.

Do wzrostu spożycia indywidualnego w strefie euro przyczyniły się przede wszystkim rosnące wydatki konsumentów w Niemczech i we Francji oraz wyhamowanie ich spadku w Hiszpanii. Wzrost inwestycji, który miał miejsce po raz pierwszy od I kw. 2011 r., był zaś efektem rosnących nakładów na maszyny i urządzenia. Wzrosły one w Niemczech, we Włoszech i w Hiszpanii. Jednocześnie, po raz pierwszy od I kw. 2011 r. wyhamował spadek inwestycji budowlanych, co było związane z ich odbiciem w Niemczech po silnym obniżeniu się w I kw. br., związanym z niekorzystnym oddziaływaniem czynników pogodowych. Wzmocnienie popytu u partnerów handlowych

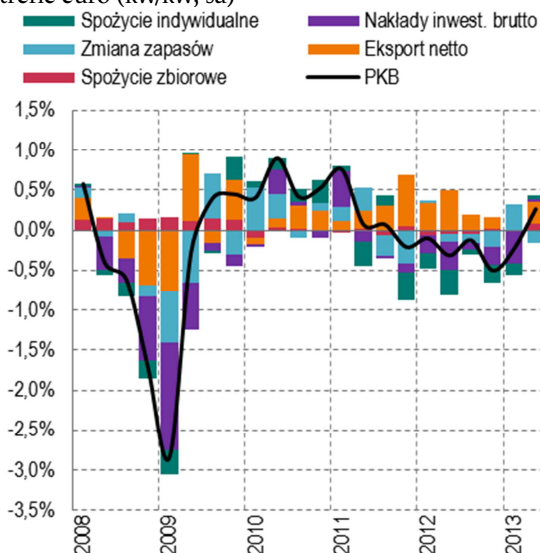
strefy euro przełożyło się na wzrost eksportu. Był on szybszy niż wzrost importu, którego dynamika jest nadal ograniczana przez dostosowania popytu wewnętrznego.

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

	III.12	IV.12	I.13	II.13
PKB (%)	-0,1	-0,5	-0,2	0,3
Spożycie indywidualne (%)	-0,1	-0,4	-0,3	0,1
Spożycie zbiorowe (%)	-0,2	0,1	0,0	0,4
Nakłady brutto na śr. trwałe (%)	-0,4	-1,2	-2,3	0,2
Zmiana zapasów (wkład; pkt proc.)	-0,1	-0,2	0,3	-0,2
Eksport (%)	0,7	-0,5	-0,9	2,1
Import (%)	0,3	-0,9	-1,0	1,6
Eksport netto (wkład; pkt proc.)	0,2	0,1	0,0	0,3
Realne dochody do dyspozycji gosp. domowych per capita (%)	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2

Źródło: Eurostat.

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



Źródło: Eurostat.

Pozytywnym sygnałem z danych o rachunkach narodowych było także to, że PKB Portugalii, objętej programem dostosowawczym, wzrósł w II kw. br. o 1,1% kw/kw, tj. najsilniej wśród wszystkich krajów strefy euro. Podobnie jak w przypadku pozostałych gospodarek peryferyjnych, korzystne tendencje w zakresie dynamiki portugalskiego PKB były związane przede wszystkim z wynikami sektora eksportowego – eksport towarów i usług zwiększył się o 5,3% kw/kw. Warto jednak odnotować także, że po raz pierwszy od IV kw.

⁴ Wszystkie dynamiki m/m i kw/kw odnoszą się do danych odsezonowanych.

2010 r. w Portugalii miał miejsce wzrost spożycia indywidualnego.

Od strony podażowej, do wzrostu PKB w strefie euro przyczynił się wzrost wartości dodanej brutto w usługach (o 0,2% kw/kw) oraz w przemyśle (o 0,5% kw/kw). Wzrost aktywności w sektorze przemysłowym miał miejsce przede wszystkim w Niemczech i we Francji. W II kw. br. w dalszym ciągu na dynamikę PKB ujemnie oddziaływał spadek WDB w budownictwie, choć był on w analizowanym kwartale słabszy niż w I kw. br.

Rynek pracy

Wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro przyczynił się do osłabienia negatywnych tendencji na rynku pracy. W II kw. br. tempo spadku liczby pracujących było wyraźnie wolniejsze w porównaniu do poprzednich kwartałów. Perspektywy popytu na pracę pozostają jednak słabe, o czym świadczy niski poziom wskaźników oczekiwań przedsiębiorców dotyczących zmiany zatrudnienia w najbliższych miesiącach.

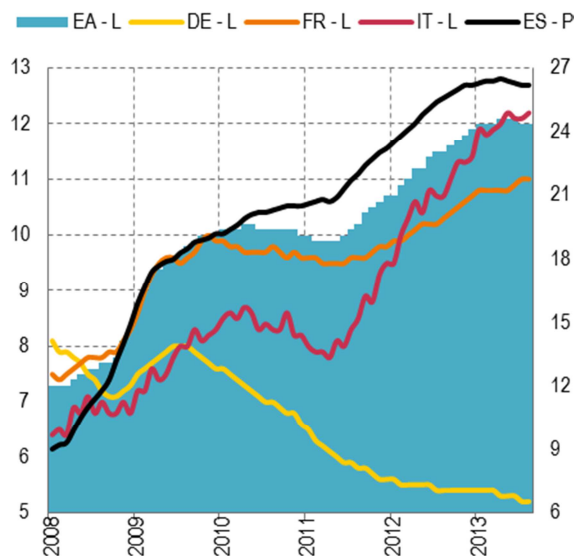
Dane z rachunków narodowych wskazują, że w II kw. br. liczba pracujących obniżyła się o 0,1% kw/kw wobec spadku o 0,4% kw/kw w I kw. br. W dalszym ciągu obniża się liczba pracujących w budownictwie (-1,2% kw/kw wobec -1,7% kw/kw w I kw. br.) i przemyśle (-0,3% kw/kw wobec -0,5% kw/kw). Po dwóch kwartałach spadku, odnotowano natomiast jej stabilizację w usługach.

Sytuacja na rynkach pracy głównych gospodarek strefy euro pozostaje zróżnicowana. W Niemczech liczba pracujących nadal rośnie (w II kw. br. o 0,1% kw/kw, tj. w tempie notowanym od II kw. 2012 r.). Odzwierciedleniem dobrej sytuacji na niemieckim rynku pracy jest to, że w analizowanym kwartale liczba pracujących była o 3,4% wyższa od najwyższego poziomu sprzed kryzysu finansowego. We Francji liczba pracujących pozostała stabilna w II kw. br. Jednocześnie łagodzenie tendencji recesyjnych przyczyniło się do wolniejszego spadku zatrudnienia w Hiszpanii oraz we Włoszech. W Hiszpanii dynamika liczby pracujących wzrosła do -0,5% kw/kw (wobec -1,0% kw/kw w I kw. br.). Po 21

kwartałach spadku liczba pracujących w Hiszpanii jest o 18,1% niższa niż przed kryzysem finansowym. We Włoszech po rekordowo silnym obniżeniu się liczby pracujących w I kw. br., w II kw. br. zanotowano jej spadek o 0,3% kw/kw.

Rosnąca aktywność gospodarcza przełożyła się na wzrost intensywności wykorzystania czynnika praca: w II kw. br. zanotowano wzrost liczby przepracowanych godzin na zatrudnionego o 0,7% kw/kw. Biorąc pod uwagę, że liczba ta była niższa o 3,6% od maksymalnego poziomu sprzed kryzysu finansowego, osiągniętego w I kw. 2008 r., można zakładać, że rosnący popyt na pracę w najbliższych kwartałach będzie znajdował odzwierciedlenie przede wszystkim w kształtowaniu się liczby przepracowanych godzin pracy niż poziomu zatrudnienia.

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



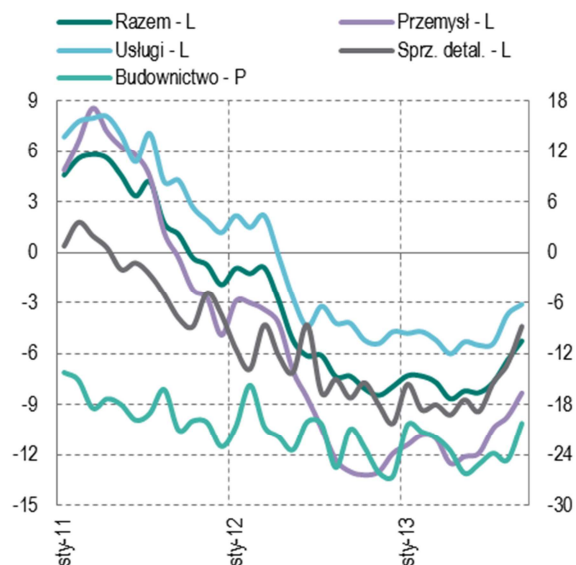
Źródło: Eurostat.

Po spadku z 12,1% w czerwcu br. do 12,0% w lipcu br., w sierpniu br. stopa bezrobocia w strefie euro pozostała stabilna (por. Wykres 9). W okresie od czerwca br. do sierpnia br. liczba bezrobotnych obniżyła się średnio o 11 tys. osób m/m. W świetle dostępnych danych nie można jednak stwierdzić, czy za zmniejszającym się bezrobociem stał rosnący popyt na pracę, czy też zwiększająca się liczba nieaktywnych zawodowo. W

podziale na kraje, stopa bezrobocia w sierpniu br. pozostała stabilna w Niemczech (5,2%), we Francji (11%), w Hiszpanii (26,2%), a we Włoszech wzrosła do 12,2%. Należy zwrócić uwagę na spadek stopy bezrobocia w Portugalii, gdzie w okresie od lutego do sierpnia br. obniżyła się ona z 17,6% do 16,5%.

Badania koniunktury sygnalizują, że w najbliższych miesiącach utrzyma się podwyższony poziom stopy bezrobocia. Pomimo lekkich wzrostów w ostatnim okresie, wskaźniki oczekiwań przedsiębiorców w przemyśle i usługach dotyczących zatrudnienia znajdują się na poziomach sygnalizujących jego dalszy spadek (por. Wykres 10). Jednocześnie, analitycy rynkowi ankietowani w ramach badań Survey of Professional Forecasters EBC przewidywali w sierpniu br. wzrost stopy bezrobocia w strefie euro z 12,3% w br. do 12,4% w 2014 r.

Wykres 10. Oczekiwania dotyczące zatrudnienia w strefie euro*



Źródło: Komisja Europejska.

* Bilans odpowiednich odsetków odpowiedzi na pytanie: Jakie są państwa oczekiwania dotyczące całkowitego zatrudnienia w przedsiębiorstwie w najbliższych trzech miesiącach (wzrost, bez zmian, spadek)?

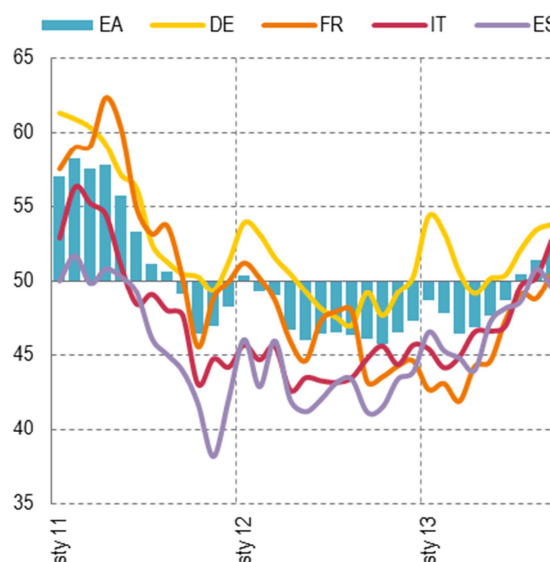
Utrzymujący się wysoki poziom bezrobocia oraz dostosowania nierównowag w części krajów strefy euro w dalszym ciągu ograniczały dynamikę wynagrodzeń. Nominalne tempo wzrostu godzinowych stawek płacowych w II

kw. br. wyniosło 1,4% wobec 2,9% r/r w poprzednim kwartale. W podziale na kraje, dynamika w Niemczech (1,4% r/r) i we Francji (2,2% r/r) była zdecydowanie powyżej dynamiki we Włoszech (0,8% r/r) oraz Hiszpanii (-1,5% r/r). Dane te wskazują na kontynuację dostosowań w zakresie relatywnych płac wewnątrz strefy euro.

Nastroje gospodarcze

Wskaźniki koniunktury i nastrojów gospodarczych, które rosną nieprzerwanie od II kw. br. i znajdują się na relatywnie wysokich poziomach, sygnalizują wzrost aktywności gospodarczej w strefie euro w III kw. br.

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



Źródło: Markit Economics.

Wskaźnik PMI Composite dla strefy euro od lipca br. znajduje się powyżej progu 50 pkt, wskazując na ekspansję. Średni jego poziom w III kw. br. wyniósł 51,4 pkt wobec 47,8 pkt w poprzednim kwartale. Według wstępnego odczytu, w październiku br. wskaźnik obniżył się do 51,5 pkt. Spadek jego wartości miał miejsce zarówno w Niemczech (do 52,8 pkt.), jak i we Francji (50,1 pkt.).

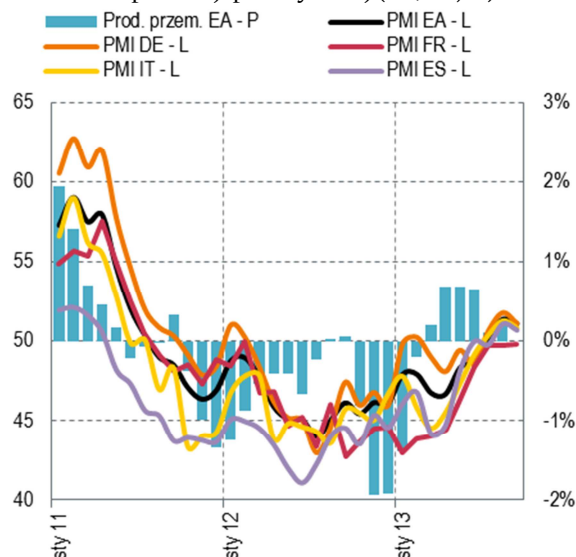
Również odczyty wskaźnika ESI Komisji Europejskiej, który rośnie nieprzerwanie od II kw. br., wskazują, że

sytuacja gospodarcza w strefie euro w III kw. br. była korzystniejsza niż w kwartale poprzednim. Wskaźnik ten wyniósł średnio 94,9 pkt w okresie czerwiec-wrzesień br. wobec 89,8 pkt w poprzednich trzech miesiącach. Za wzrostem tego wskaźnika stały poprawiające się nastroje konsumentów, a także przedsiębiorców w przemyśle, usługach i handlu detalicznym. Trend wzrostowy wskaźnika ESI obecny jest we wszystkich największych gospodarkach strefy euro, przy czym najsilniejszą poprawę nastrojów zanotowano we Włoszech (wzrost z 85,0 pkt. w II kw. br. do 91,7 pkt. w III kw. br.).

Produkcja i koniunktura w przemyśle

Produkcja przemysłowa w strefie euro utrzymuje się w trendzie wzrostowym od I kw. br. Po wzroście w II kw. br. o 0,7% kw/kw, w pierwszych miesiącach III kw. br. zanotowano pewne osłabienie jej dynamiki, co związane było ze spadkiem produkcji w sektorze wytwarzania energii i w górnictwie. W sierpniu br. wzrost produkcji przemysłowej wyniósł 0,2% w ujęciu 3m/3m.

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



Źródło: Eurostat, Markit Economics.

Na kształtowanie się aktywności w sektorze przetwórstwa przemysłowego w strefie euro, w którym w sierpniu br. produkcja zwiększyła się o 0,7% 3m/3m, od lutego br.

silnie oddziałuje dobra koniunktura w sektorze motoryzacyjnym, głównie w Niemczech i Hiszpanii. Silne wzrosty produkcji samochodów wiążą się z popytem generowanym przez Stany Zjednoczone i kraje azjatyckie. W strefie euro popyt na produkcję tego sektora pozostaje słaby: po wyhamowaniu spadku liczby zarejestrowanych nowych samochodów w II kw. br., we wrześniu br. zanotowano jej ponowny spadek w ujęciu 3m/3m.

Wzrost produkcji przemysłowej strefy euro w pierwszych miesiącach III kw. br. wynikał głównie z utrzymania się jej dodatniej dynamiki w Niemczech (1,1% 3m/3m w sierpniu br.), tymczasem w pozostałych głównych gospodarkach regionu zanotowano spadek produkcji. We Francji i w Hiszpanii, gdzie jeszcze w II kw. br. wystąpił wzrost produkcji, w sierpniu br. obniżyła się ona odpowiednio o 1,2%, i 0,4% 3m/3m. Nieprzerwany spadek produkcji ma miejsce we Włoszech: w sierpniu br. wyniósł on 0,6% 3m/3m.

Rosnącej produkcji w przetwórstwie przemysłowym towarzyszył relatywnie wysoki poziom wskaźników nastrojów. Komponent wskaźnika ESI Komisji Europejskiej dla przemysłu kontynuował rozpoczętą w maju br. tendencję wzrostową, osiągając we wrześniu br. poziom -6,7 pkt. Za jego wzrostem stała poprawa ocen dotyczących bieżącego poziomu zamówień, w tym zamówień eksportowych. Wzrost komponentu wskaźnika ESI miał w ostatnich miesiącach miejsce we wszystkich gospodarkach regionu a największa skala jego poprawy obserwowana była w Niemczech i we Francji. Jednocześnie, wskaźnik PMI dla przemysłu przetwórczego strefy euro od lipca br. utrzymuje się powyżej progu 50 pkt. Według wstępnego odczytu wskaźnik ten wzrósł nieznacznie z 51,1 pkt. we wrześniu br. do 51,3 pkt. października br., przy stabilnym poziomie komponentu dotyczącego nowych zamówień

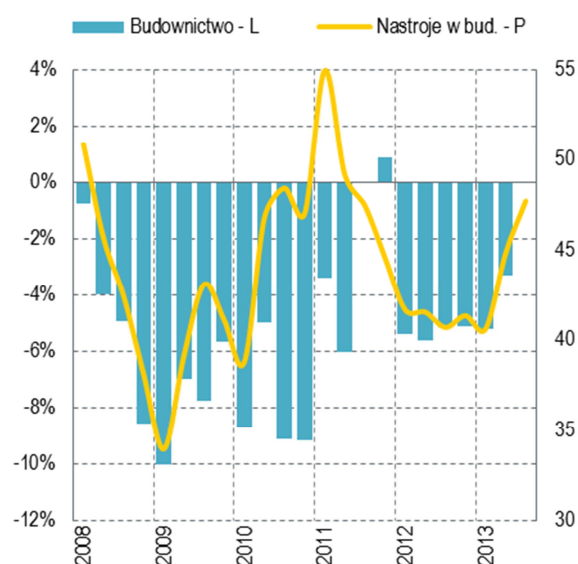
Produkcja i koniunktura w budownictwie oraz usługach

Pozytywne wnioski dotyczące ożywienia gospodarczego w strefie euro wypływają również z analizy sytuacji w budownictwie. W III kw. br. kontynuowane było ożywienie zapoczątkowane w II kw. br. Co ważne, poprawa ko-

niunktury w budownictwie zauważalna jest we wszystkich głównych gospodarkach regionu.

Po spadku w I kw. br. (o 3,7% kw/kw), w kierunku którego oddziaływały czynniki pogodowe, w II kw. br. zanotowano odbicie produkcji budowlano-montażowej (o 1,8% kw/kw, por. Wykres 13). Dane za lipiec i sierpień br. wskazują na kontynuację tendencji wzrostowych. Poziom produkcji w tych miesiącach był o 2,2% wyższy niż w II kw. br. Najsilniejsza poprawa miała miejsce w Niemczech, gdzie produkcja w lipcu i sierpniu br. była o 5,3% wyższa w stosunku do I kw. br. We Francji, w Hiszpanii i we Włoszech łączny wzrost w tym okresie był nieco słabszy (wyniósł odpowiednio 4,5%, 4,4% i 1,9%).

Wykres 13. Produkcja budowlano-montażowa w strefie euro (r/r, sa)



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska.

Wskaźniki koniunktury dla budownictwa poprawiają się, choć pozostają na obniżonym poziomie, sygnalizującym możliwość spowolnienia tempa wzrostu produkcji w najbliższym okresie. Wskaźnik PMI dla tego sektora wzrósł z 44,8 pkt w poprzednim kwartale do 47,7 pkt w III kw. br. Wzrost ten wiąże się z poprawą aktywności w segmencie klientów komercyjnych oraz gospodarstw domowych. Mimo spowolnienia tempa spadku, ocena napływu nowych zamówień jest w dalszym ciągu negatywna. Spośród głównych gospodarek regionu, jedynie w Niemczech wskaźnik nastrojów utrzymuje się na po-

mie przekraczającym próg 50 pkt. (52,9 pkt w III kw. br.). Warto ponadto zauważyć, że komponent wskaźnika ESI dla budownictwa w III kw. br. pozostał na poziomie zbliżonym do notowanego w II kw. br. (-31,9 pkt wobec -31,5 pkt), wyraźnie niższym od długookresowej średniej (-14 pkt).

Odczyty wskaźnika nastrojów w usługach z ostatnich miesięcy wskazują na wzrost aktywności w tym sektorze. Wskaźnik PMI od sierpnia br. kształtuje się powyżej progu 50 pkt. Po wzroście we wrześniu br. do 52,2 pkt, tj. poziomu najwyższego od czerwca 2011 r., w październiku br. zanotował jednak spadek do 50,9 pkt. Ponadto, jedynie w Niemczech i we Włoszech średnia wartość PMI dla sektora usług w III kw. br. kształtowała się na poziomie wskazującym na ekspansję.

Sytuacja na rynku kredytowym

Utrzymuje się spadek wartości kredytów udzielonych przez banki ze strefy euro podmiotom z niefinansowego sektora prywatnego. W sierpniu br. dynamika tej kategorii wyniosła -1,2% r/r. Spadek (w ujęciu r/r) kredytów udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym (skorygowanych o sprzedaż i sekurytyzację) pogłębił się do 2,9% r/r (z 2,0% w II kw. br.). Wyniki lipcowego Bank Lending Survey wskazują, że główną przyczyną słabej akcji kredytowej w odniesieniu do sektora przedsiębiorstw jest niska aktywność inwestycyjna tych podmiotów. Jednocześnie jednak w II kw. br. banki zacieśniły ponownie warunki kredytowe w tym segmencie rynku. Warto jednak odnotować, że mimo zacieśniania warunków kredytowych, w ostatnich miesiącach obserwowany jest spadek oprocentowania nowych kredytów dla przedsiębiorstw, także w krajach peryferyjnych. Jest to czynnik, który powinien oddziaływać w kierunku wzrostu dynamiki kredytu, a docelowo dynamiki inwestycji.

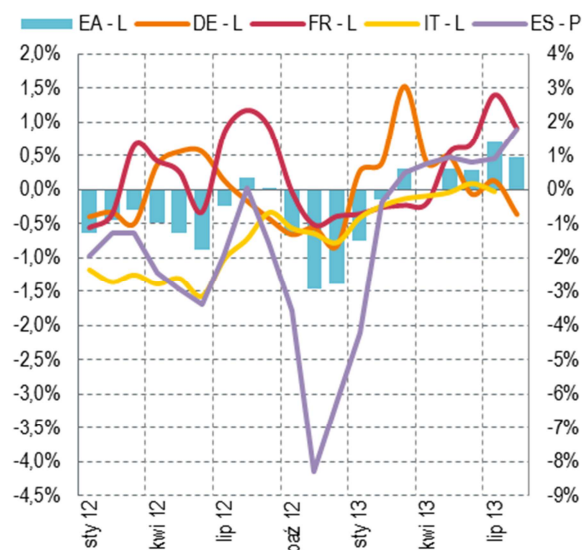
W sierpniu br. utrzymał się niewielki wzrost wartości kredytów udzielonych gospodarstwom domowym (0,4% r/r), na co złożył się dalszy spadek wartości udzielonych kredytów konsumpcyjnych oraz niewielki przyrost kredytów hipotecznych. Warto zauważyć, że zgodnie z wynikami lipcowego Bank Lending Survey w II kw. br. po raz pierwszy od 2010 r. nastąpiło poluzowanie warunków

kredytowych w zakresie kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. Banki nadal zacieśniały jednak i planowały zacieśniać w III kw. br. politykę kredytową w zakresie kredytów mieszkaniowych. Jednocześnie w ocenie banków stabilizuje się popyt na obie kategorie kredytów dla gospodarstw domowych.

Sprzedaż detaliczna i koniunktura konsumencka

Dane dotyczące sprzedaży detalicznej, która rośnie od I kw. br., oraz poprawa nastrojów konsumentów sygnalizują kontynuację niskiego wzrostu konsumpcji prywatnej w III kw. br. Sprzyjać temu powinno przede wszystkim hamowanie negatywnych tendencji w zakresie kształtowania się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, związane ze stabilizacją sytuacji na rynku pracy.

Wykres 14. Sprzedaż detaliczna w strefie euro (3m/3m)

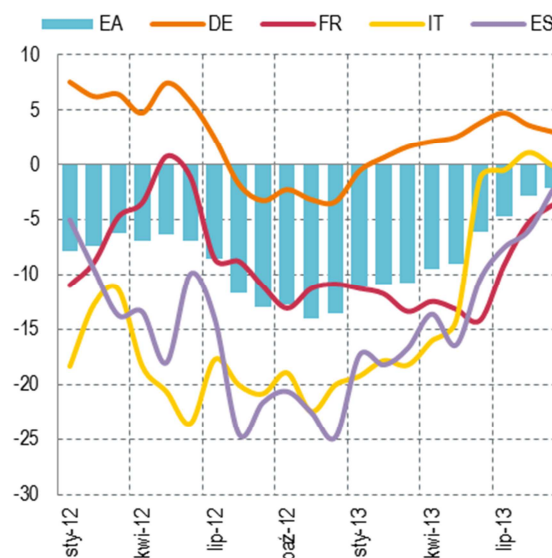


Źródło: Eurostat, Komisja Europejska.

W lipcu i sierpniu br. poziom sprzedaży detalicznej w strefie euro był o 0,6% wyższy niż w II kw. br., w którym wzrosła ona o 0,3% kw/kw. W podziale na kraje, wysoka dynamika sprzedaży detalicznej odnotowana została w Hiszpanii (w lipcu i sierpniu br. sprzedaż detaliczna była o 2,2% wyższa w stosunku do poziomu z II kw. br.) i we Francji (odpowiednio 1,5%). W tym okresie sprzedaż

detaliczna obniżyła się natomiast w Niemczech (o 0,4%)⁵; zależność między kształtowaniem się sprzedaży detalicznej i spożycia indywidualnego w tej gospodarce jest jednak stosunkowo słaba.

Wykres 15. Wskaźnik koniunktury konsumenckiej Komisji Europejskiej (CCI)*



Źródło: Komisja Europejska.

* średnie z lat 1999-2013 = 0.

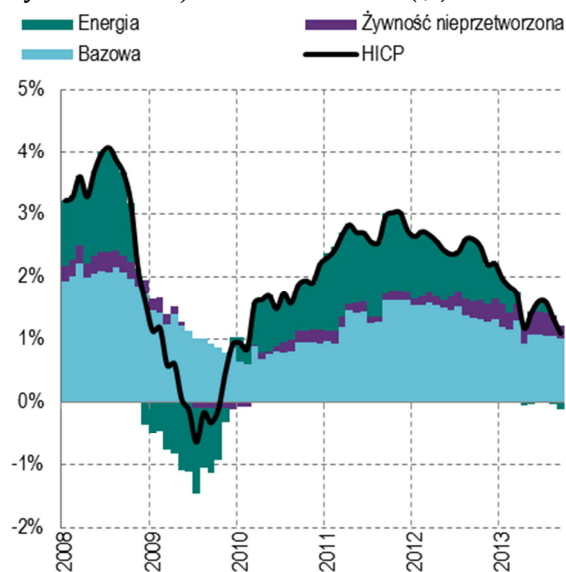
Pozytywnym sygnałem dla perspektyw spożycia indywidualnego są poprawiające się nastroje konsumentów. Wskaźnik CCI Komisji Europejskiej od końca 2012 r. notuje tendencję wzrostową: w wrześniu jego poziom wyniósł -14,9 pkt (wobec -21,0 pkt średnio w II kw. br., zob. wykres 8). Największy wzrost tego wskaźnika miał miejsce we Włoszech (z -28,5 pkt w II kw. br. do -17,8 pkt w III kw. br.) oraz w Hiszpanii (z -28,7 pkt do -20,5 pkt). Za poprawą nastrojów konsumentów w całej strefie euro stoją przede wszystkim malejący pesymizm odnośnie przyszłej sytuacji gospodarczej oraz zmniejszające się obawy co do wzrostu bezrobocia.

Inflacja

⁵ Brak danych dla Włoch o sprzedaży detalicznej w sierpniu br.

Od października 2012 r. inflacja HICP w strefie euro utrzymuje się w trendzie spadkowym. We wrześniu br. wyniosła ona 1,1% r/r. Na spadek inflacji w ostatnim okresie oddziałuje obniżanie dynamiki cen energii (do -0,9% r/r) oraz spadek inflacji bazowej, która we wrześniu br. zmniejszyła się z 1,3% do 1,2% r/r.

Wykres 16. Inflacja HICP w strefie euro (r/r)



Źródło: Eurostat.

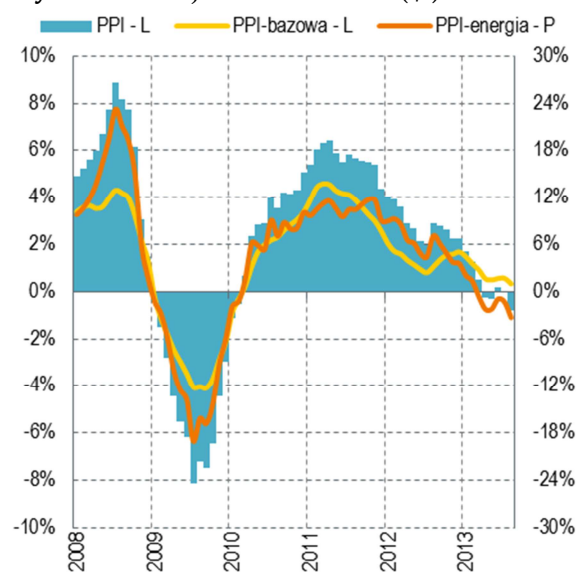
Utrzymuje się różnicowanie poziomów inflacji pomiędzy krajami członkowskimi regionu. Jej najniższy poziom notowany jest w krajach, które objęte są programami dostosowawczymi i w których miały miejsce silne dostosowania popytu krajowego: w Grecji poziom cen obniżył się o 1,0% r/r, zaś w Irlandii, Portugalii i Hiszpanii roczne tempo wzrostu wskaźnika HICP wyniosło odpowiednio 0%, 0,3% i 0,5%. We Francji i Włoszech poziom inflacji HICP zbliżony jest do średniego w strefie euro (odpowiednio 1,0% i 0,9% r/r). Przy wyraźnie lepszej sytuacji gospodarczej w Niemczech niż w pozostałych gospodarkach regionu, inflacja w tej gospodarce kształtuje się na nieco wyższym poziomie (1,6% r/r) niż średnio w strefie euro.

Spadkowi inflacji konsumenckiej towarzyszyło obniżenie się (w ujęciu r/r) poziomu cen produkcji sprzedanej przemysłu (Wykres 17). Dynamika PPI zmniejszyła się do -0,8% r/r pod wpływem spadku cen energii (o 3,3%

r/r) oraz obniżania się dynamiki bazowego komponentu PPI (do 0,3% r/r).

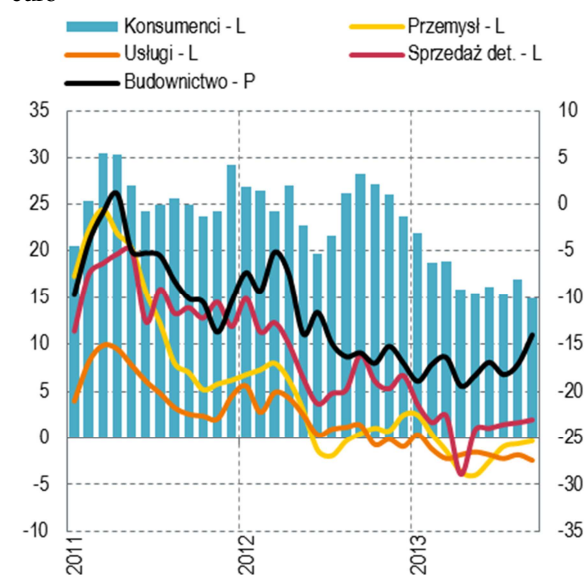
Od maja br. oczekiwania inflacyjne konsumentów oraz oczekiwania inflacyjne przedsiębiorców, dotyczące cen wyrobów własnych pozostają stabilne (por. Wykres 18).

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



Źródło: Eurostat.

Wykres 18. Oczekiwania inflacyjne konsumentów oraz oczekiwania dotyczące cen wyrobów własnych w strefie euro



Źródło: Komisja Europejska.

Prognozy

W ślad za lepszymi od oczekiwań danym o aktywności gospodarczej strefy euro w II kw. br. w ostatnim okresie miały miejsce rewizje prognoz wzrostu PKB. Międzynarodowy Fundusz Walutowy podniósł w październiku br. prognozę PKB strefy euro na 2013 i 2014 r. Prognoza na 2013 r. została podniesiona z -0,6%⁶ do -0,4%. Podniesiono również prognozę wzrostu gospodarczego na 2014 r. (z 0,9% do 1,0%). Nieco większa była skala rewizji prognoz instytucji finansowych ankietowanych przez Bloomberg na 2013 r. (z -0,6% w czerwcu br. do -0,3% w październiku br.⁷). Prognozy na 2014 r. pozostały stabilne.

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

- oczekiwana poprawa warunków finansowania przedsiębiorstw w krajach peryferyjnych, której sprzyjać powinna relatywnie stabilna sytuacja na rynkach finansowych strefy euro;
- obserwowana poprawa nastrojów konsumentów i producentów;
- umiarkowane tempo wzrostu popytu zewnętrznego;
- pozytywne efekty reform strukturalnych i fiskalnych w krajach peryferyjnych.

Najważniejszymi czynnikami ryzyka dla wzrostu PKB regionu są: potencjalna nadmierna aprecjacja euro, ograniczenie działań na rzecz poprawy konkurencyjności we Francji i Włoszech oraz zaostrzenie się kryzysu zadłużeniowego po publikacji ewentualnych złych wyników stress-testów banków, zaplanowanych na drugi kwartał 2014 r.

W warunkach niskiej oczekiwanej presji popytowej, prognozuje się, że tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w strefie euro będzie kształtować się na poziomie ok. 1,5% w 2013 r. i 2014 r.

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

⁶ Względem prognozy z lipca br., która nie była dostępna w momencie opracowywania poprzedniej edycji *Koniunktury Międzynarodowej*.

⁷ Mediana prognoz instytucji finansowych zakłada wzrost PKB o 0,3% kw/kw w III kw. br. i 0,2% kw/kw w IV kw. br.

Tabela 3 Prognozy makroekonomiczne dla strefy euro

	2012	2013	2014	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
realny PKB, % r/r							
MFW (10-13)	-0,6	-0,4	1,0		0,4		
KE (04-13)	-0,6	-0,4	1,2	-0,4	0,5	0,9	1,2
Bloomberg (10-13)	-0,6	-0,3	1,0	-0,2	0,5	0,9	0,9
OECD (06-13)	-0,5	-0,6	1,1		0,1		
HICP, %, r/r							
MFW (10-13)	2,5	1,5	1,5				
KE (04-13)	2,7	2,5	1,6	1,5	1,3	1,6	1,5
Bloomberg (10-13)	2,5	1,5	1,5	1,4	1,2	1,3	1,5
OECD (06-13)	2,5	1,5	1,2				

Niemcy

- **Wzrost PKB o 0,7% kw/kw w II kw. br., podwyższony przez oddziaływanie czynników jednorazowych i silny wzrost popytu zewnętrznego na samochody.**
- **Umocniające się ożywienie w III kw. br. potwierdzone przez dane o produkcji przemysłowej i budowlanej i sprzedaży detalicznej, a także odczyty wskaźników nastrojów.**
- **Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w II kw. br. o 1,3% kw/kw. W pierwszych miesiącach III kw. br. utrzymanie dodatniej dynamiki produkcji.**
- **Kontynuacja wzrostu liczby pracujących przy umiarkowanej presji płacowej.**
- **Spadek inflacji HICP do 1,6% r/r na skutek niższej dynamiki cen żywności nieprzetworzonej i energii. Dalszy spadek cen energii w przemyśle.**
- **Niewielka rewizja w górę prognoz PKB na 2013 r. i 2014 r.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Dane o PKB w II kw. br. potwierdzają, że niemiecka gospodarka powróciła na ścieżkę wzrostu gospodarczego.

Wprawdzie silne odbicie PKB było częściowo pochodną korzystnego oddziaływania warunków pogodowych. Ponadto, wzrost produkcji przemysłowej był w ostatnich miesiącach wspierany bardzo silnym zwiększeniem się produkcji w przemyśle samochodowym, który w dłuższym okresie może być trudny do utrzymania w warunkach słabego popytu wewnętrznego w pozostałych krajach strefy euro. Niemniej jednak, w III kw. br. dynamika produkcji w sektorze motoryzacyjnym pozostała wysoka. Poza tym, w ostatnim okresie umocniały się pozytywne tendencje w zakresie bardziej fundamentalnych uwarunkowań wzrostu gospodarczego w Niemczech. Można więc oczekiwać, że dynamika PKB w III kw. br. pozostała na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Według

prognoz ekspertów zbieranych przez agencję Bloomberg w III kw. br. wyniesie ona 0,6% kw/kw⁸.

W najbliższych kwartałach wzrost PKB Niemiec będzie najprawdopodobniej wspierany przez konsumpcję prywatną, inwestycje w nieruchomości oraz popyt zewnętrzny.

Uwarunkowania dla wzrostu konsumpcji prywatnej pozostają w dużej mierze korzystne. Mimo nieznacznego pogorszenia się wskaźników zaufania konsumentów we wrześniu br., nadal sygnalizują one dobrą koniunkturę w sektorze. W szczególności, konsumenci coraz częściej deklarowali większą gotowość do dokonywania zakupów, co w dużej mierze jest związane z optymistycznymi ocenami dotyczącymi przeszłego oraz oczekiwanego wzrostu dochodów do dyspozycji. Pozytywnym sygnałem dla wzrostu konsumpcji jest również utrzymujący się w pierwszych miesiącach III kw. br. przyrost liczby pracujących.

Dobra sytuacja na rynku pracy w połączeniu z niskim poziomem stóp procentowych przekładają się na ożywienie na rynku nieruchomości. Rosnące ceny nieruchomości⁹ oddziałują z kolei pozytywnie na aktywność w budownictwie. Dane z pierwszych miesięcy III kw. br. wskazują na utrzymywanie się wzrostowej tendencji produkcji budynków, w tym budynków mieszkalnych, oraz na poprawiające się nastroje przedsiębiorców budowlanych.

Ożywieniu w niemieckiej gospodarce sprzyja również stopniowa odbudowa popytu zewnętrznego. Od początku br. wolumen eksportu Niemiec notował tendencję wzrostową, przy istotnym zwiększeniu się popytu ze strony krajów spoza strefy euro oraz utrzymującej się tendencji spadkowej eksportu do krajów strefy euro. Po niewielkim spadku eksportu w lipcu (-2,7% m/m) i wzroście w sierpniu

⁸ Wszystkie dane kw/kw i m/m po odsezonowaniu.

⁹ Dynamika cen nieruchomości mieszkaniowych od II poł. 2011 r. kształtuje się w przedziale 3-4% r/r. W II kw. br. indeks cen nieruchomości mieszkaniowych vdp (Verband deutscher Pfandbriefbanken) wzrósł o 4,1% r/r (wobec 3,5% r/r w I kw.).

br. (1,2% m/m), niemieccy przedsiębiorcy oczekują utrzymania się wzrostu popytu zewnętrznego w najbliższym okresie. Potwierdzają to zarówno wyniki ankiet Ifo, jak również komponenty wskaźnika PMI.

Dynamika PKB w Niemczech jest natomiast ograniczana przez słaby wzrost niebudowlanych nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Czynnikiem niepewności, hamującym działalność inwestycyjną firm, był jak dotąd kryzys zadłużeniowy w strefie euro oraz utrzymująca się niepewność co do przyszłej sytuacji makroekonomicznej. Biorąc pod uwagę wyraźną poprawę nastrojów niemieckich przedsiębiorców w ostatnich miesiącach, kluczowym pytaniem pozostaje, czy przedsiębiorcy poprzestaną w najbliższych kwartałach na inwestycjach odtworzeniowych, czy też zdecydują się na zwiększenie mocy produkcyjnych. W tym kontekście warto zauważyć, że wg ankiet Komisji Europejskiej, w sierpniu i wrześniu br. wyraźnie obniżył się poziom zapasów (10,3 pkt we wrześniu wobec 2,8 pkt w lipcu br.). Wzrosło natomiast wykorzystanie mocy produkcyjnych w przetwórstwie przemysłowym (83,6 pkt w III kw. br. wobec 82,1 pkt w II kw. br. i 81,4 pkt w I kw. br.).

Wzrost gospodarczy

W II kw. br. wzrost PKB wyniósł 0,7% kw/kw i 0,5% r/r (por. tabela 1 i wykres 1), co było wynikiem zbliżonym do oczekiwań rynkowych. Za tak dobry wynik odpowiadał głównie popyt wewnętrzny, przy czym jego dynamikę podniosły czynniki jednorazowe: niekorzystne warunki pogodowe (długa i mroźna zima) spowodowały przesunięcie części inwestycji budowlanych i konsumpcji z pierwszych trzech miesięcy br. na II kw.

Największy wkład do wzrostu PKB (kw/kw) miała konsumpcja, w tym głównie spożycie indywidualne. Pozytywnym impulsem dla konsumpcji prywatnej był – wynikający ze zwiększenia się nadwyżki operacyjnej brutto – wzrost realnych dochodów do dyspozycji. Równocześnie stopa oszczędności gospodarstw domowych obniżyła się w II kw. br. do 9,6% (wobec 10% w II kw. ub.r.).

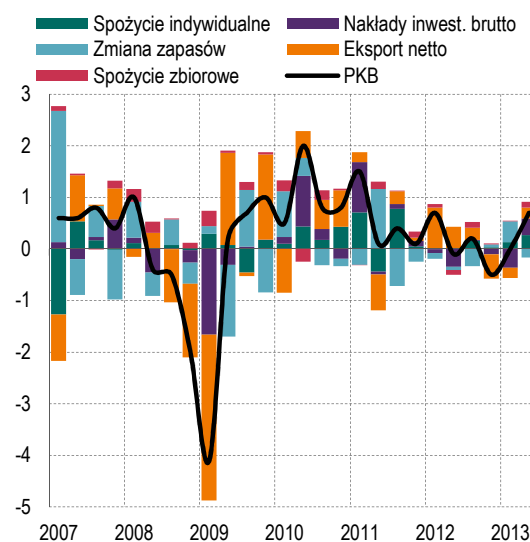
Tabela 4 Dynamika PKB w Niemczech (kw/kw, sa)

	III.12	IV.12	I.13	II.13
PKB (%)	0,2	-0,5	0,0	0,7
Spożycie indywidualne (%)	0,3	0,1	0,2	0,5
Spożycie zbiorowe (%)	0,6	0,1	0,1	0,6
Nakłady brutto na śr. trwale (%)	0,1	-0,6	-2,1	1,9
Zmiana zapasów (wkład; pkt proc.)	-0,3	0,1	0,4	-0,2
Eksport (%)	0,5	-1,6	-0,7	2,2
Import (%)	0,1	-0,9	-0,4	2,0
Eksport netto (wkład; pkt proc.)	0,2	-0,5	-0,2	0,2
Realne dochody do dyspozycji gosp. domowych per capita (%)	0,0	0,4	-0,2	0,4

Źródło: Eurostat.

Po raz pierwszy od IV kw. 2011 r. wyraźnie dodatni wkład do PKB miały nakłady brutto na środki trwałe. Za wysoką dynamikę inwestycji odpowiadały w dużej mierze inwestycje budowlane, których wzrost był podwyższony przez przełożenie części prac z I kw. br. na II kw. br. ze względu na wyjątkowo niekorzystne warunki pogodowe. Równocześnie zanotowano pierwszy od III kw. 2011 r. wzrost inwestycji w maszyny, urządzenia i środki transportu (0,5% kw/kw).

Wykres 19. Dynamika oraz struktura tworzenia PKB w Niemczech (% , kw/kw)

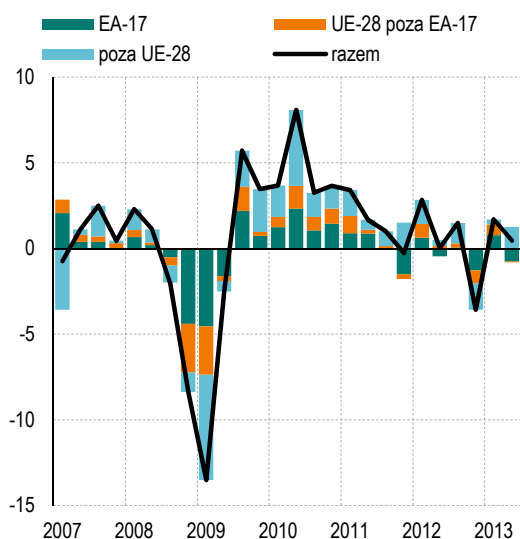


Źródło: Eurostat.

Wobec nieco szybszego wzrostu eksportu niż importu, dodatni wkład do dynamiki PKB w II kw. br. miał także eksport netto. Eksport towarów i usług wzrosły odpo-

wiednio o 1,8% i 4,1% kw/kw. Analiza struktury geograficznej tego pierwszego wskazuje, że w II kw. br. eksport Niemiec był obniżany przez spadek popytu ze strony krajów UE-28. Eksport do strefy euro obniżył się w II kw. br. o 2% kw/kw, a do pozostałych krajów UE-28 o 0,3% kw/kw (wobec wzrostu odpowiednio o 2,1% i 3,1% kw/kw w I kw. br.). Ten negatywny impuls został jednak zrównoważony przez wzrost popytu spoza UE-28 (wzrost o 3% kw/kw w II kw. br. wobec 0,7% w I kw. br.), w szczególności ze Stanów Zjednoczonych i krajów BRIC.

Wykres 20. Struktura geograficzna eksportu Niemiec (% kw/kw)



Źródło: Eurostat.

W ujęciu sektorowym, na korzystny wynik PKB w II kw. br. złożyły się głównie wzrost wartości dodanej w przemyśle (o 1,1% kw/kw) oraz budownictwie (o 1,8% kw/kw). Równocześnie dodać należy, że wkład tych dwóch sektorów do wzrostu wartości dodanej w Niemczech systematycznie obniża się, co rekompensuje szybszy rozwój sektora usługowego, zwłaszcza usług biznesowych.¹⁰ Tendencja ta odzwierciedla – widoczną także w kształtowaniu się komponentów popytowych PKB – powolną reorientację niemieckiej gospodarki w stronę rynku wewnętrznego.

¹⁰ Sekcje: Informacja i komunikacja, Działalność finansowa i ubezpieczeniowa, Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości, Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna.

Rynek pracy

Sytuacja na niemieckim rynku pracy pozostaje korzystna z punktu widzenia perspektyw wzrostu dochodów do dyspozycji.

W szczególności, utrzymuje się relatywnie wysoki popyt na pracę, co potwierdzone jest przez:

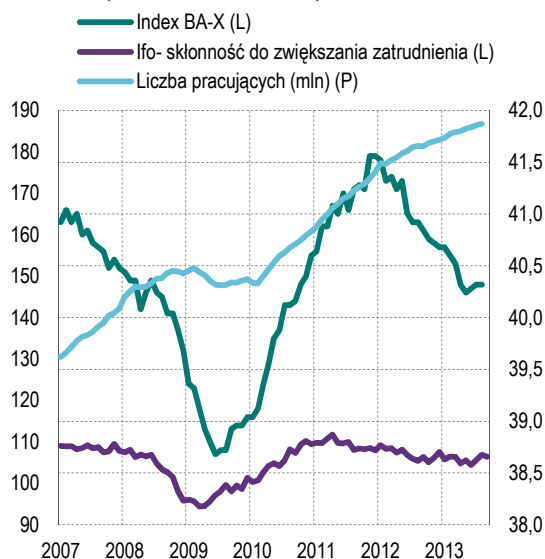
- *Wzrost liczby pracujących* (o 0,1% kw/kw i 0,6% r/r w II kw. br.) *do kolejnych rekordowych poziomów.* Dane z lipca i sierpnia br. (por. wykres 3) wskazują na utrzymanie się wzrostu zatrudnienia także na początku III kw. br.
- *Relatywnie wysokie poziomy wskaźników zaufania obrazujących plany przedsiębiorstw dotyczących zatrudnienia.* W sierpniu br. indeks BA-X pozostał na poziomie 148 pkt (por. wykres 3), zaś indeks Ifo dla rynku pracy ukształtował się na poziomie 106,4 pkt wobec 104,4 pkt w czerwcu br.
- *Wzrost liczby przepracowanych godzin* (o 1,9% kw/kw i 1,2% kw/kw w II kw. br. odpowiednio w przemyśle i budownictwie) po kilku kwartałach stagnacji.

Zwiększającemu się popytowi na pracę towarzyszy wzrost podaży pracy, do którego przyczynia się dodatnie saldo migracji. W okresie styczeń-marzec 2013 r. do Niemiec napłynęło o 45 tys. osób więcej niż w analogicznym okresie ub.r., co było związane m.in. ze zwiększeniem się skali migracji z Hiszpanii, Włoch oraz pozostałych krajów południa strefy euro. W kierunku wzrostu podaży pracy oddziałuje również rosnąca skłonność do aktywności zawodowej: w II kw. br. współczynnik aktywności zawodowej (15-64 lata) wyniósł 77,4%, o 0,2 pkt proc. więcej niż w I kw. br., co w liczbach bezwzględnych stanowi wzrost liczby aktywnych zawodowo o 327 tys. osób.

W efekcie, mimo nieznacznej wzrostowej tendencji liczby bezrobotnych, stopa bezrobocia utrzymuje się na niskim poziomie. We wrześniu br. bezrobocie rejestrowane wyniosło 6,9% (wzrost o 0,1 pkt proc. w stosunku do poprzednich miesięcy). Z kolei zharmonizo-

wana stopa bezrobocia w sierpniu br. utrzymała się na poziomie 5,2% (por. Wykres 22).

Wykres 21. Indeksy BA-X, Ifo i liczba pracujących w Niemczech (w mln mieszkańców)



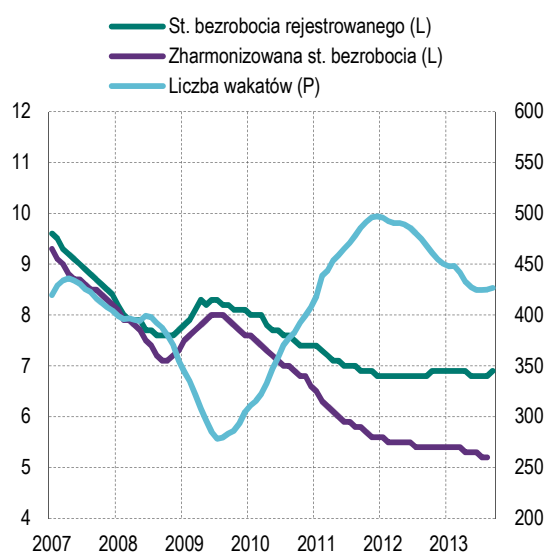
Źródło: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt Deutschland, Ifo.

Dane za II kw. br. wskazują na utrzymanie się sektorowych trendów zatrudnienia. Zatrudnienie w przemyśle, którego dynamika słabła od połowy 2011 r., w II kw. br. pozostało stabilne. Jedynie w niewielkim stopniu do wzrostu liczby pracujących przyczynił się sektor budowlany. Dodatni, wyraźny przyrost zatrudnienia utrzymał się natomiast w usługach nierynkowych (0,3% kw/kw) i rynkowych, w szczególności w obsłudze nieruchomości (0,2% kw/kw), telekomunikacji (0,4% kw/kw) i usługach profesjonalnych (0,5% kw/kw). Można oczekiwać, że w najbliższych miesiącach ewentualny wzrost zatrudnienia będzie nadal generowany przede wszystkim przez sektor usługowy. O ile wskaźniki PMI dot. poziomu zatrudnienia w przemyśle przetwórczym i budownictwie we wrześniu br. kształtowały się odpowiednio szósty i czwarty miesiąc z rzędu poniżej wartości referencyjnej, o tyle w usługach wskaźnik ten osiągnął poziom 52,4 pkt (wobec 48,4 pkt w czerwcu br.).

Dane dotyczące wynagrodzeń wskazują na pewne osłabienie ich dynamiki. Według danych Federalnego Urzędu Statystycznego, tempo wzrostu przeciętnych wynagro-

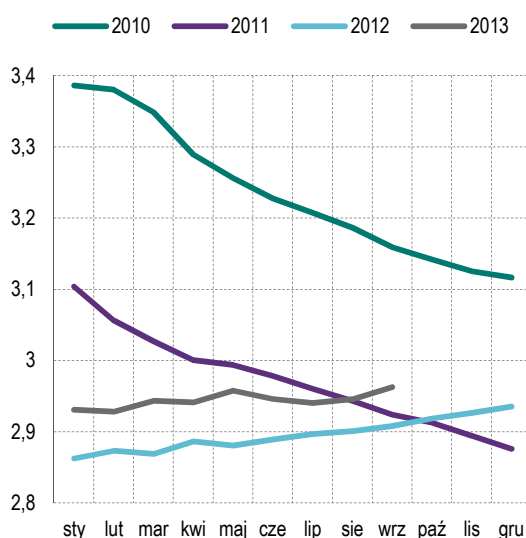
dzeń nominalnych w gospodarce obniżyło się do 1,4% r/r w I kw. br. i 1,5% r/r w II kw. br. wobec średnio 2,5% w 2012 r. Przeciętne płace realne (deflowane CPI) w I poł. br. pozostały stabilne. Warto jednak zauważyć, że część wynegocjowanych umów zbiorowych przewiduje podwyżki dopiero w dalszej perspektywie trwania umów.

Wykres 22. Stopa bezrobocia (%) i liczba wakatów w Niemczech



Źródło: Statistisches Bundesamt Deutschland.

Wykres 23. Liczba zarejestrowanych bezrobotnych w Niemczech (w mln mieszkańców)



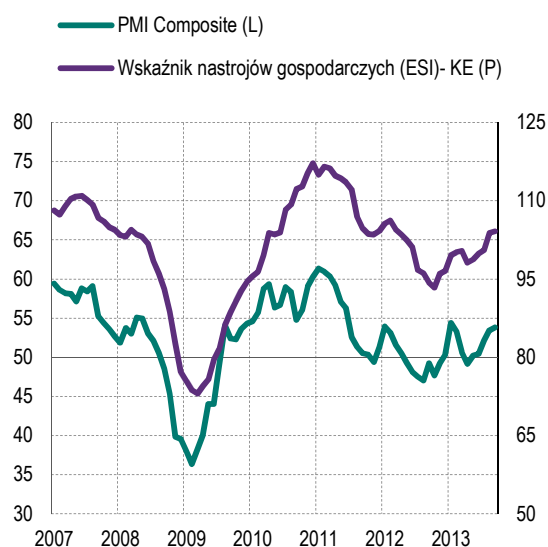
Źródło: Statistisches Bundesamt Deutschland.

Równocześnie, w II kw. br. wyhamował spadek dynamiki produktywności pracy. W rezultacie, osłabło tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy (w II kw. wzrosły o 1,8% r/r wobec średnio 3,1% r/r w czterech poprzednich kwartałach).

Nastroje gospodarcze

Odczyty wskaźników obrazujących ogólną aktywność gospodarczą wskazują na powrót niemieckiej gospodarki na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Przemawia za tym utrzymujący się od maja br. wzrost indeksów: ESI¹¹ oraz Ifo, które kształtują się na najwyższych poziomach od I poł. 2012 r., a także kształtujący się na relatywnie wysokim poziomie wskaźnik PMI Composite.

Wykres 24. Ogólne nastroje gospodarcze w Niemczech



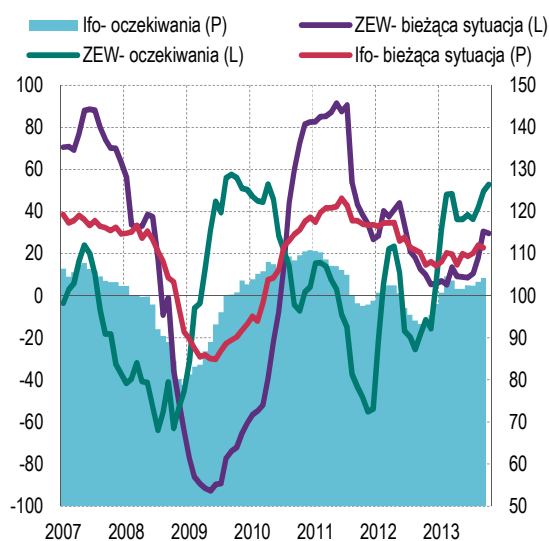
Źródło: Markit Economics, Komisja Europejska.

Według wstępnych odczytów w październiku br. wskaźnik PMI Composite wyniósł 52,6 wobec 53,8 pkt w poprzednim miesiącu (por. Wykres 24). Było to wynikiem spadku wskaźnika dla sektora usług przy niewielkiej poprawie odczytu dla przetwórstwa przemys-

¹¹ Indeks obejmuje nastroje w przemyśle, usługach, handlu, sprzedaży detalicznej i budownictwa oraz nastroje konsumenckie.

slowego. Wzrost aktywności potwierdza także wrześniowy odczyt indeksu ESI, obrazującego ogólne nastroje w gospodarce (wzrost z 103,8 pkt w sierpniu do 104,1 pkt we wrześniu br.). W porównaniu do czerwca br., poprawę ocen dotyczących aktywności zaobserwowano we wszystkich sektorach, przy nieznacznym pogorszeniu się nastrojów konsumenckich. Poprawa koniunktury w niemieckiej gospodarce znajduje także potwierdzenia w ankiecie Ifo (por. Wykres 25). We wrześniu br. indeks Ifo dla przemysłu i handlu wzrósł do 107,7 pkt (wobec 107,6 w sierpniu br. i 105,9 pkt w czerwcu br.). Jednocześnie wskaźnik ZEW, określający oczekiwania analityków i inwestorów instytucjonalnych co do sytuacji gospodarczej w Niemczech we wrześniu br. wzrósł z 42,0 do 49,6 pkt. (wobec oczekiwań rynkowych na poziomie 46 pkt).

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



Źródło: Instytut Ifo, Instytut ZEW.

Produkcja i koniunktura w przemyśle

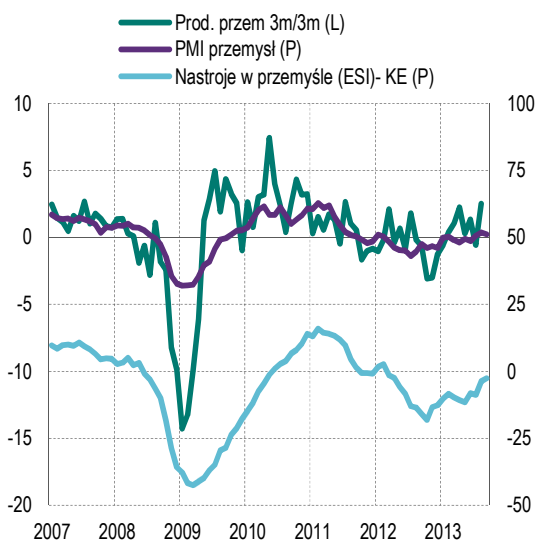
Rosnący popyt zewnętrzny i wewnętrzny znalazły odzwierciedlenie w pozytywnych tendencjach w sektorze wytwórczym.

W II kw. br. produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 1,3% kw/kw wobec 0,3% kw/kw w I kw. br. W kierunku jej przyspieszenia oddziaływał wzrost dynamiki produkcji

dóbr pośrednich, kapitałowych oraz dóbr konsumpcyjnych nietrwałych, podczas gdy tempo wzrostu produkcji dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku obniżyło się.

Dane z początku III kw. br. wskazują na utrzymanie się wzrostowej tendencji produkcji przemysłowej. W lipcu br. wprawdzie zanotowano jej spadek o 1,6% m/m, który jednak został zrekompensowany wzrostem o 1,8% w sierpniu br. Średni poziom produkcji w pierwszych dwóch miesiącach III kw. br. był o 0,4% wyższy niż w II kw. br. W lipcu i sierpniu br. utrzymał się istotny spadek produkcji dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku oraz odnotowano niewielki spadek produkcji dóbr pośrednich. Po spadku w lipcu br., w sierpniu br. silnie (o 4,4% m/m) wzrosła natomiast produkcja dóbr kapitałowych, do czego przyczynił się napędzany zamówieniami eksportowymi wzrost produkcji pojazdów o 13,6% m/m.

Wykres 26. Produkcja sprzedana przemysłu i nastroje producentów w Niemczech

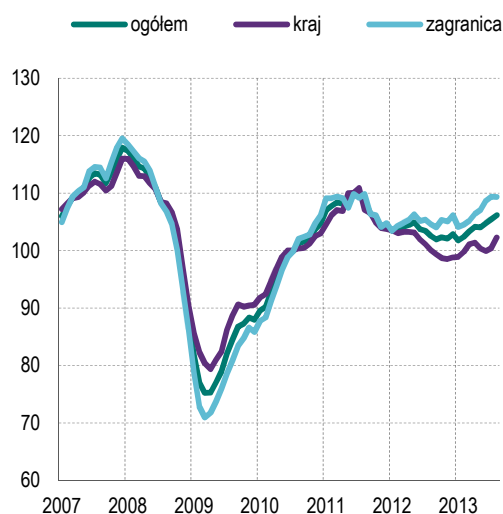


Źródło: Eurostat, Markit Economics.

Nastroje przedsiębiorców z sektora przemysłowego pozostają pozytywne. Wskaźnik PMI dla przemysłu przetwórczego wzrósł w październiku br. z 51,1 do 51,5 pkt. We wrześniu br. zanotowano także wzrost odpowiedniego komponentu wskaźnika ESI z -3,6 do -2,7 pkt. Do pozytywnych sygnałów zaliczyć należy fakt, że wskaźniki PMI dot. zamówień (ogółem i eksportowych) utrzymały się w październiku br. powyżej wartości

referencyjnych, a raportowane przez Federalny Urząd Statystyczny dane o zamówieniach przemysłowych w sierpniu br. wskazują na wzrost zamówień krajowych (1,8% m/m), przy utrzymaniu się skali napływu zamówień zagranicznych.

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

Dane z II i III kw. br. wskazują na odbicie aktywności w budownictwie. Jednocześnie jednak produkcja budowlano-montażowa pozostaje na niskim poziomie. W II kw. br. była ona niższa o 1,8% niż rok wcześniej. Aktywność sektora budowlanego jest osłabiana przez wciąż relatywny niski popyt inwestycyjny ze strony sektora przedsiębiorstw.

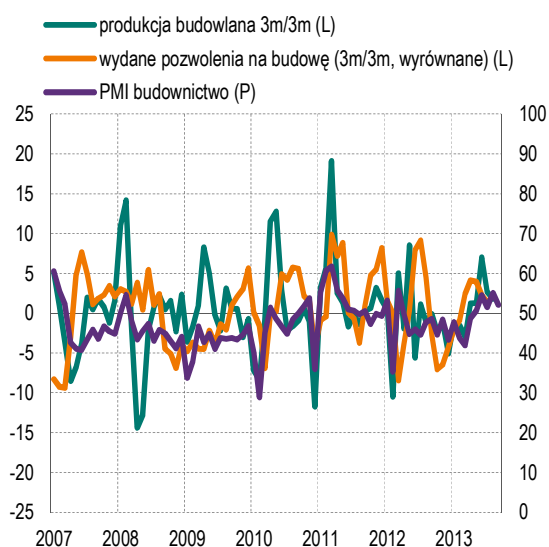
W II kw. br. zanotowano najsilniejszy od ponad dwóch lat wzrost produkcji budowlano-montażowej (o 3,2% kw/kw), po jej spadku o 2,9% kw/kw w I kw. br. Dane z początku III kw. br. wskazują na utrzymanie się wzrostowego trendu produkcji. Po jej wzroście o 3,4% m/m w lipcu br., w sierpniu nastąpił wprawdzie spadek o 2,1% m/m. Jednak w świetle wskaźników wyprzedzających można ocenić, że miał on jednorazowy charakter. Warto ponadto zauważyć, że średni poziom produkcji

w pierwszych miesiącach III kw. br. był o 2,1% wyższy niż w II kw. br.

Produkcja budynków (stanowiąca ponad 80% całej produkcji budowlano-montażowej) wzrosła w II kw. br. o 1,2% kw/kw. Do jej wzrostu przyczynia się ożywienie na rynku nieruchomości mieszkaniowych. W lipcu br. indeks liczby wydanych pozwoleń na budowę budynków mieszkalnych osiągnął najwyższą wartość od 2006 r.

W kierunku ożywienia aktywności w budownictwie oddziałuje również popyt sektora publicznego. Dzięki inwestycjom w infrastrukturę publiczną, w II kw. br. po raz pierwszy od końca 2011 r. dynamika produkcji obiektów inżynierii lądowej i wodnej była dodatnia (1,7% r/r). Wzrost produkcji w tej kategorii utrzymał się także w III kw. br. – w sierpniu br. jej dynamika wyniosła 3,7% r/r.

Wykres 28. Produkcja budowlano-montażowa i nastroje w budownictwie w Niemczech



Źródło: Eurostat, Markit Economics.

Wskaźniki nastrojów gospodarczych sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo dalszego ożywienia w budownictwie. Komponent wskaźnika ESI osiągnął we wrześniu br. swoje wieloletnie maksimum (-3,1 wobec -5,2 w sierpniu br.), natomiast PMI, mimo spadku z 55,1 w sierpniu do 52,1 we wrześniu br. utrzymał się piąty

miesiąc z rzędu powyżej wartości referencyjnej. Według wskazań komponentów PMI, kontynuacja obecnych pozytywnych uwarunkowań dotyczy zarówno rynku mieszkaniowego, jak i nieruchomości komercyjnych i prac inżynierskich.

Sprzedaż detaliczna i koniunktura konsumencka

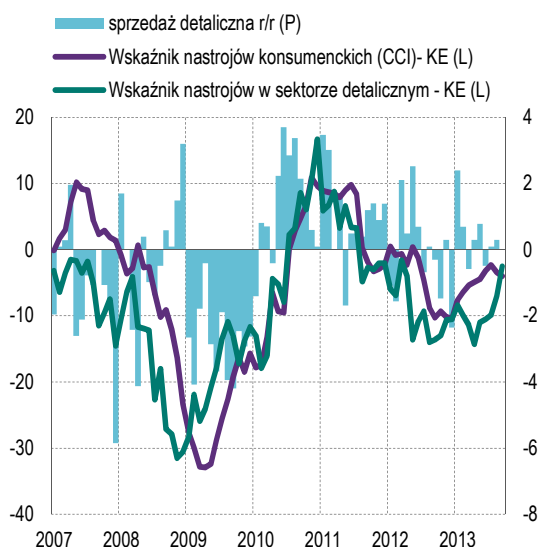
Napływające informacje wskazują na utrzymywanie się dobrej koniunktury konsumenckiej, wspieranej wzrostem dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych i dobrą sytuacją na rynku pracy.

Po wzroście sprzedaży detalicznej w I kw. br. o 1,5% kw/kw, w II kw. br. zanotowano wprawdzie jej spadek o 0,1% kw/kw (por. Wykres 29). Należy jednak zauważyć, że w tym okresie nastąpił jednocześnie wzrost spożycia indywidualnego. Słaba korelacja pomiędzy sprzedażą detaliczną a spożyciem indywidualnym wynika stąd, że handel detaliczny obejmuje jedynie 30% wszystkich wydatków konsumpcyjnych w niemieckiej gospodarce. W lipcu br. sprzedaż detaliczna kształtowała się nieznacznie powyżej poziomu z poprzedniego kwartału (0,5% m/m). Ponadto, napływające dane wskazują, że koniunktura w handlu detalicznym we wrześniu br. była relatywnie korzystna. PMI dla handlu detalicznego spadł wprawdzie z 55,8 w sierpniu br. do 52,4 pkt we wrześniu br., pozostał jednak powyżej wartości referencyjnej wskazującej na wzrost aktywności w tej sekcji. Równocześnie poprawiły się nastroje w handlu detalicznym wg komponentu ESI (wzrost z -7 do -2,5 pkt we wrześniu br.).

Pozytywne sygnały płyną również z odczytów wskaźników koniunktury konsumenckiej. Wskaźnik CCI Komisji Europejskiej obniżył się wprawdzie z -3,4 do -4 pkt we wrześniu br., pozostał jednak blisko poziomu długookresowej średniej. Badania Komisji Europejskiej wskazują ponadto, że gospodarstwa domowe wykazują mniejszą skłonność do oszczędzania. Za utrzymaniem się pozytywnego wkładu konsumpcji prywatnej do wzrostu PKB może przemawiać również rosnąca od początku br. skłonność ankietowanych gospodarstw domowych do ważnych zakupów.

Podsumowując, pomimo słabszych danych dotyczących sprzedaży detalicznej, wybrane wskaźniki wyprzedzające wskazują, że dodatnia dynamika spożycia prywatnego obserwowana w II kw. br. utrzyma się także w bieżącym kwartale.

Wykres 29. Sprzedaż detaliczna i nastroje konsumenckie w Niemczech



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska.

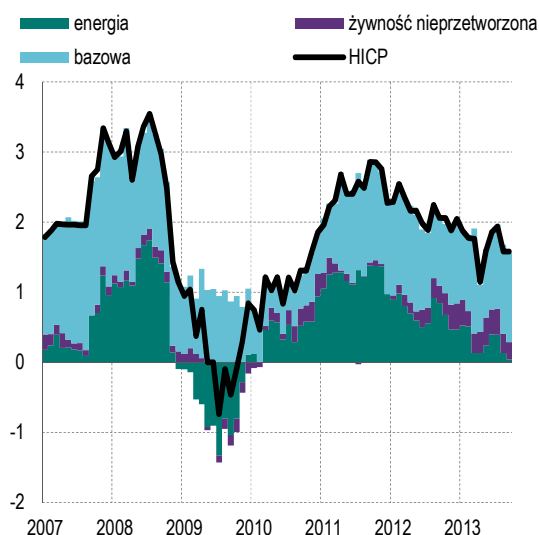
Inflacja

W warunkach umiarkowanego wzrostu konsumpcji prywatnej oraz umiarkowanego wzrostu płac, kształtowanie się cen dóbr konsumpcyjnych oraz cen producentów nie wskazuje na istotną presję inflacyjną w gospodarce niemieckiej.

We wrześniu br. na poziomie z poprzedniego miesiąca utrzymały się zarówno inflacja HICP (1,6% r/r), jak i inflacja bazowa, tj. po wyłączeniu cen energii i żywności nieprzetworzonej (1,5% r/r). Za spadek inflacji w porównaniu do lipca i czerwca br. (1,9% r/r) odpowiada niższe tempo wzrostu cen energii i żywności nieprzetworzonej (odpowiednio 0,3% i 4,6% r/r we wrześniu br. wobec 3,1% r/r i 7,0% r/r w lipcu br.). Od kwietnia br. obserwowany jest natomiast powolny wzrost inflacji bazowej, który można łączyć z rosnącym popytem konsumpcyjnym. Za wzrostem inflacji bazowej stała bowiem rosnąca dynamika cen o relatywnie wysokiej wrażliwości na kształtowanie się

wydatków konsumentów, w tym m.in. cen używek oraz towarów i usług związanych z kulturą i rekreacją.

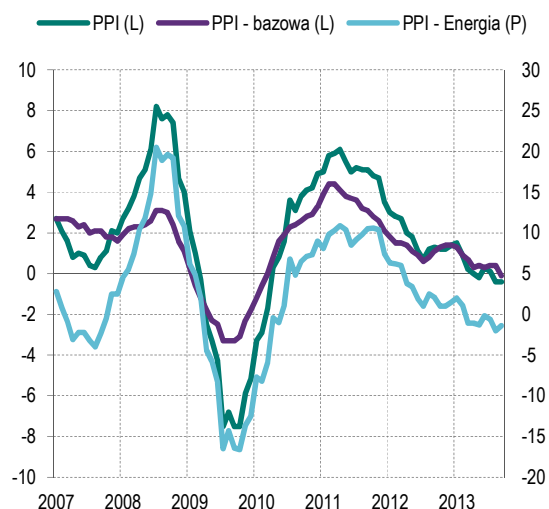
Wykres 30. Inflacja HICP w Niemczech (% r/r)



Źródło: Eurostat.

Dynamika wskaźnika PPI była w sierpniu br. ujemna. Ceny produkcji sprzedanej obniżyły się o 0,4% r/r wobec wzrostu o 0,1% r/r w lipcu br. Szósty miesiąc z rzędu zanotowano spadek cen energii (o 2% r/r w sierpniu i o 0,6% w lipcu br.). Inflacja PPI po wyłączeniu cen energii utrzymała się na poziomie obserwowanym w poprzednich miesiącach (0,4% r/r).

Wykres 31. Inflacja PPI w Niemczech (% r/r)



Źródło: Eurostat.

Prognozy

Prognozy dot. sytuacji gospodarczej w Niemczech zakładają zgodnie niską, ale dodatnią dynamikę PKB w br. i jej przyspieszenie o ok. 1 pkt proc. w 2014 r. Październikowa prognoza MFW wskazuje, że PKB wzrośnie o 0,5% r/r w 2013 r. i o 1,4% w 2014 r., co oznacza niewielką rewizję w stosunku do lipca br. (odpowiednio z 0,3% r/r i 1,3% r/r). Nieco bardziej optymistyczni co do przyszłorocznych perspektyw wzrostu gospodarki niemieckiej są natomiast respondenci ankiet agencji Bloomberg (mediana prognoz na 2014 r. we wrześniu br. wyniosła 1,8% r/r).

Powrót na ścieżkę wzrostu wspierany ma być w pierwszym rządzie przez wzrost popytu wewnętrznego, zarówno po stronie gospodarstw domowych (inwestycje mieszkaniowe i konsumpcja prywatna), jak i przedsiębiorstw. W 2014 r. zakładane jest wyraźne przyspieszenie nakładów na środki trwałe, w szczególności maszy-

ny i urządzenia. Założenie to wydaje się uzasadnione w kontekście oczekiwanej kontynuacji ożywienia w strefie euro, ale także niskich stóp procentowych ograniczających skłonność do oszczędzania. Czynnikiem ryzyka dla kształtowania się popytu wewnętrznego pozostaje możliwość ponownego nasilenia się zaburzeń związanych z kryzysem zadłużenia w strefie euro, a także niższy od oczekiwanego wzrost płac.

Wraz z oczekiwanym przyspieszeniem wzrostu aktywności gospodarczej na świecie w stosunku do 2013 r. korzystne impulsy dla niemieckiej gospodarki płynąć mają także ze strony popytu zewnętrznego.

Wg prognoz ośrodków zewnętrznych, inflacja w bieżącym i przyszłym roku będzie umiarkowana. Wzrost cen konsumenckich ma wynieść od 1,6% do 1,8% r/r, a więc mniej niż w ub.r. Przyczynia się do tego umiarkowane tempo wzrostu płac oraz niskie ceny energii.

Tabela 5 Prognozy makroekonomiczne dla Niemiec

	2012	2013	2014	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
realny PKB, % r/r							
MFW (10-13)	0,9	0,5	1,4				
KE (04-13)	0,7	0,4	1,8	0,3	1,4	1,7	1,8
Bloomberg (10-13)	0,9	0,4	1,5	0,6	1,5	2,0	1,7
Bundesbank (06-13)	0,9	0,4	1,5				
HICP, %, r/r							
MFW (10-13)	0,9	0,5	1,4				
KE (04-13)	0,7	0,4	1,8	0,3	1,4	1,7	1,8
Bloomberg (10-13)	0,9	0,4	1,5	0,6	1,5	2,0	1,7
Bundesbank (06-13)	0,9	0,4	1,5				

Wielka Brytania

- **Wzrost PKB w II kw. 2013 r. na poziomie 0,7% kw/kw (wobec 0,4% w I kw. br.).**
- **Większość danych miesięcznych wskazuje na umacnianie się ożywienia w III kw. br.**
- **Nieznaczny spadek stopy bezrobocia przy danych sondażowych wskazujących na rekordowo wysoką stopę kreacji miejsc pracy.**
- **Zaskakujący spadek produkcji przemysłowej w sierpniu br. wobec rekordowych danych o liczbie nowych zamówień.**
- **Wyraźny wzrost sprzedaży detalicznej w III kw. 2013 r.**
- **Wzrost produkcji w sektorze budowlanym od czerwca br.**
- **Wyraźna poprawa nastrojów gospodarczych producentów i konsumentów.**
- **Stabilizacja inflacji CPI na poziomie 2,7%.**
- **Znacząca rewizja w górę prognoz PKB na 2013 i 2014 r. częściowo spowodowana rewizją danych z II kw.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Najnowsze dane – w tym przede wszystkim przyspieszenie wzrostu PKB w II kw. br. – wskazują na umacnianie się ożywienia. Dane o napływie nowych zamówień do przemysłu czy nastrojach gospodarczych sygnalizują dalsze przyspieszenie wzrostu w kolejnych kwartałach. Taki sam trend prognozowany jest przez analityków finansowych.

Czynnikiem, który przyczynił się do wzrostu aktywności w brytyjskiej gospodarce w ostatnim okresie, było ożywienie na rynku nieruchomości mieszkaniowych, wspierane przez rządowy program *Help to Buy*¹². Oży-

wienie to stopniowo zaczęło się przekładać na poprawę sytuacji w sektorze budowlanym, a z czasem może wesprzeć konsumpcję gospodarstw domowych. Po 16 miesiącach spadku (w ujęciu r/r) produkcji sektora budowlanego, w czerwcu br. odnotowano jej wzrost, który utrzymał się również w kolejnych miesiącach. Równolegle obserwuje się wzrost liczby transakcji oraz cen na rynku nieruchomości.

U podstaw umacniającego się ożywienia w Wielkiej Brytanii leży również znacząca poprawa nastrojów gospodarczych. W ostatnich miesiącach odnotowano wyraźny wzrost wskaźników nastrojów konsumentów i producentów z różnych branż. Wyniki ankiet wskazują, że ci ostatni formułują zarówno bardziej optymistyczne oczekiwania co do przyszłości, jak i oceny bieżącej sytuacji.

Pozytywne sygnały dotyczące aktywności gospodarczej płyną również z danych dotyczących rynku pracy. W szczególności, warto zwrócić uwagę na wzrost popytu na usługi agencji pośrednictwa pracy i spadek stopy bezrobocia o 0,1 pkt. proc. w lipcu. br. Bank Anglii ocenia, że spadek ten ma trwały charakter, oraz oczekuje kontynuacji trendu spadkowego bezrobocia w kolejnych miesiącach 2013 r.

Źródłem sceptycyzmu co do trwałości ożywienia gospodarczego w Wlk. Brytanii może być jednak niska aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw spoza sektora budowlanego oraz związany z tym spadek wolumenu kredytów dla przedsiębiorstw. Identyfikacja przyczyn słabej dynamiki inwestycji stanowi problem – ankietowani przedsiębiorcy nie precyzują, jaki jest dokładny charakter najważniejszych ograniczeń dla inwestycji, wskazując jedynie, że nie jest to niedostateczny popyt ani też czynniki finansowe czy techniczne.¹³

¹² Program ma 2 główne elementy. Pierwszy to przyznawane przez rząd preferencyjne kredyty dla osób kupujących nowe nieruchomości mieszkaniowe w kwocie do 20% wartości nieruchomości. Drugi element to rządowe gwarancje wystawiane na kredyty hipoteczne o niskim wkładzie własnym. Gwarancje udzielane będą do końca 2016 r., natomiast preferencyjne kredyty do 31 marca 2016 r. (o ile wcześniej nie zostaną wyczerpane dedykowane środki).

¹³ Zgodnie z wynikami badania *Investment Survey* przeprowadzającego przez Komisję Europejską.

Ponadto warto zwrócić uwagę, że odnotowany w II kw. br. wzrost eksportu pozbawiony jest oznak trwałości. Jednocześnie, w świetle utrzymującego się spadku realnych wynagrodzeń i dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, można ocenić, że trwałość ożywienia zarówno konsumpcji prywatnej, jak i sytuacji na rynku nieruchomości stanowi czynnik ryzyka dla oczekiwanego przyspieszenia wzrostu brytyjskiego PKB.

Czynnikiem ograniczającym aktywność w gospodarce brytyjskiej jest podwyższony poziom niepewności. W tym kontekście, warto zwrócić uwagę, że Rada Polityki Pieniężnej Banku Anglii zdecydowała o włączeniu *policy guidance* do narzędzi polityki pieniężnej. W ten sposób ograniczona ma zostać niepewność co do przyszłej ścieżki stóp procentowych banku centralnego. Rada ogłosiła, że polityka pieniężna nie zostanie zacieśniona¹⁴ tak długo, jak stopa bezrobocia wg badań aktywności ekonomicznej ludności (LFS – *Labour Force Survey*) nie spadnie poniżej 7% oraz spełnione będą dodatkowe warunki dotyczące przewidywanej inflacji, oczekiwań inflacyjnych i stabilności systemu finansowego.¹⁵

Wzrost gospodarczy

W porównaniu z kwartałem poprzednim PKB Wielkiej Brytanii w II kw. br. wzrosło o 0,7% (1,3% r/r). Wobec równoważących się wkładów eksportu i importu do wzrostu PKB, na jego dodatnią dynamikę w całości złożył się wzrost popytu wewnętrznego.

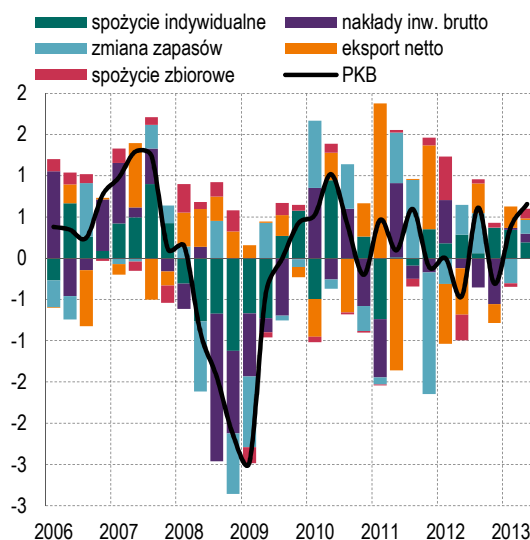
Największy dodatni wkład do zmiany PKB miało spożycie indywidualne (Tabela 6). Jego dynamika osłabiła się jednak w porównaniu z poprzednimi kwartałami. Podobnie jak w I kw. br., konsumpcja w II kw. rosła za

¹⁴ Stopy procentowe nie ulegną podniesieniu, natomiast ilość aktywów finansowych posiadanych przez BoE nie zostanie zredukowana.

¹⁵ W szczególności, utrzymanie bieżącego poziomu stóp procentowych oraz skali ilościowego luzowania jest warunkowane tym, aby: (1) prawdopodobieństwo przekroczenia przez inflację CPI w perspektywie 18-24 miesięcy 2,5% pozostało niższe od 50%; (2) średniookresowe oczekiwania inflacyjne pozostały dobrze zakotwiczone; (3) polityka pieniężna nie stwarzała istotnego zagrożenia dla stabilności systemu finansowego w ocenie Rady Polityki Finansowej (*Financial Policy Committee*).

sprawą zwiększających się wydatków na dobra trwałe – go użytku i usługi przy spadku wydatków na dobra nietrwałe.

Wykres 32. Dynamika oraz struktura tworzenia PKB w Wielkiej Brytanii (% kw/kw sa)



Źródło: Eurostat.

Po raz pierwszy od I kw. 2012 r., w II kw. br. zaobserwowano wyraźny wzrost nakładów inwestycyjnych. Wzrost ten wynikał przede wszystkim ze zwiększenia się inwestycji budowlanych w sektorze prywatnym i publicznym o 9,7% kw/kw. Jednocześnie niekorzystnym sygnałem dla perspektyw wzrostu PKB jest silny spadek inwestycji w maszyny i urządzenia i środki transportu, które obniżyły się o 11,2% kw/kw.

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

	III.12	IV.12	I.13	II.13
PKB (%)	0,6	-0,3	0,4	0,7
Spożycie indywidualne (%)	0,1	0,6	0,5	0,3
Spożycie zbiorowe (%)	0,2	0,3	-0,2	0,5
Nakłady brutto na śr. trwałe (%)	-2,4	-3,8	0,1	0,8
Zmiana zapasów (wkład; pkt proc.)	0,5	0,0	-0,3	0,2
Eksport (%)	2,0	-1,7	0,1	3,0
Import (%)	0,8	-0,9	-0,8	2,9
Eksport netto (wkład; pkt proc.)	0,4	-0,2	0,3	0,0

Źródło: Eurostat

Znaczny wzrost eksportu w II kw. br. został zrównoważony wzrostem importu, co sprawiło, że wkład eksportu netto do dynamiki PKB był bliski zera. Trudno oczekiwać, by tak silny wzrost eksportu utrzymał się w kolejnych kwartałach. Po pierwsze, w II kw. br. był on oparty na wzroście popytu zewnętrznego na produkcję ograniczonej liczby sektorów (m.in. przemysłu lotniczego i zbrojeniowego, obróbki metali). Po drugie, wzrost eksportu wynikał w dużej mierze z rosnącej sprzedaży dóbr do krajów spoza UE, dla których oczekuje się spowolnienia wzrostu gospodarczego w najbliższych miesiącach. Potwierdzają to dane miesięczne, wskazujące na prawdopodobną korektę dynamiki eksportu w III kw. br., głównie za sprawą spadku sprzedaży dóbr do krajów spoza UE.

Istotny wkład do zmiany PKB w II kw. miała zmiana zapasów. Bank Anglii ocenia, że wzrost ten prawdopodobnie ma charakter przejściowy i może wynikać z odbudowy stanu zapasów po spadku w kwartale poprzednim lub błędów w pomiarze zmian pozostałych składowych PKB.¹⁶

Rynek pracy

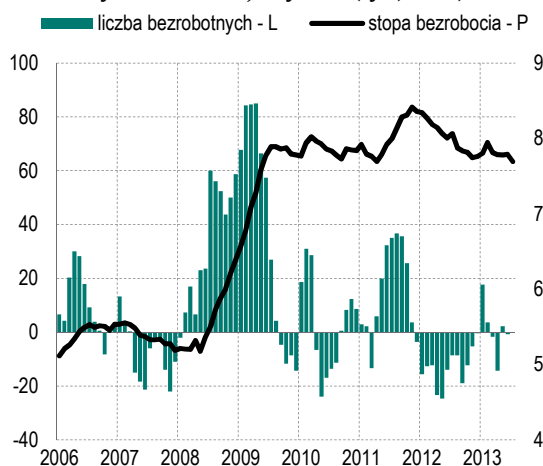
Oficjalne statystyki wskazują na nieznaczną poprawę sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia w lipcu br. spadła o 0,1 pkt. proc., ponadto źródłem optymizmu mogą być najnowsze dane sondażowe o kreacji miejsc pracy. Dynamika płac realnych pozostaje ujemna, choć jednorazowy efekt zmian podatkowych z kwietnia br. utrudnia interpretację najnowszych danych.

W okresie od marca do czerwca br. stopa bezrobocia kształtowała się na poziomie 7,8%, czyli 1,2 pkt. proc. powyżej średniookresowej stopy równowagi (według szacunku Banku Anglii). W lipcu br. stopa bezrobocia spadła o 0,1 pkt. proc. Wskazując, że spadek ten związany był ze wzrostem liczby zatrudnionych na czas nieokreślony, Bank Anglii ocenia, że obniżenie się stopy bezrobocia ma trwałe podstawy.

Stopy zatrudnienia i aktywności zawodowej nie uległy istotnym zmianom na przestrzeni ostatnich miesięcy, oscylując blisko poziomowi odpowiednio 71,5% oraz 77,5%. Lipcowemu spadkowi bezrobocia odpowiadał wzrost stopy zatrudnienia o 0,15 pkt. proc.

¹⁶ Do kategorii zmiana zapasów włączana jest statystyczna różnica pomiędzy wynikami rachunku PKB od strony tworzenia i od strony wydatkowej. W przypadku Wielkiej Brytanii często obserwowane są znaczące rewizje tej kategorii.

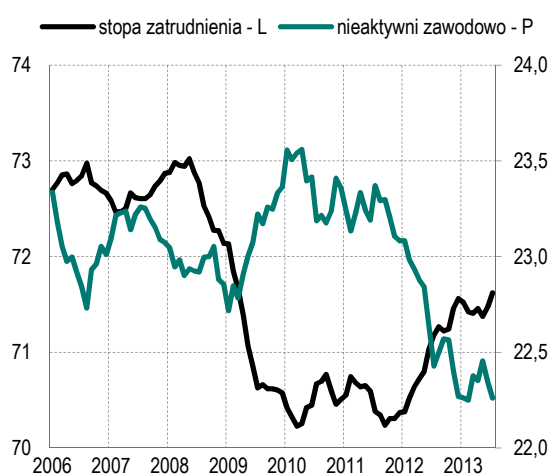
Wykres 33. Stopa bezrobocia¹⁷ (%) i zmiana liczby bezrobotnych w Wielkiej Brytanii (tys., m/m)



Źródło: Eurostat, ONS

O poprawie perspektyw dla rynku pracy świadczą dane sondażowe. Raportowana przez pracodawców stopa kreacji miejsc pracy we wrześniu br. znalazła się na najwyższym poziomie od sierpnia 2007 r. Dane te potwierdza rosnący popyt na usługi agencji pośrednictwa pracy, przy szczególnie dynamicznym wzroście w segmencie pracowników tymczasowych.

Wykres 34. Stopy zatrudnienia i nieaktywności zawodowej w Wielkiej Brytanii (%)

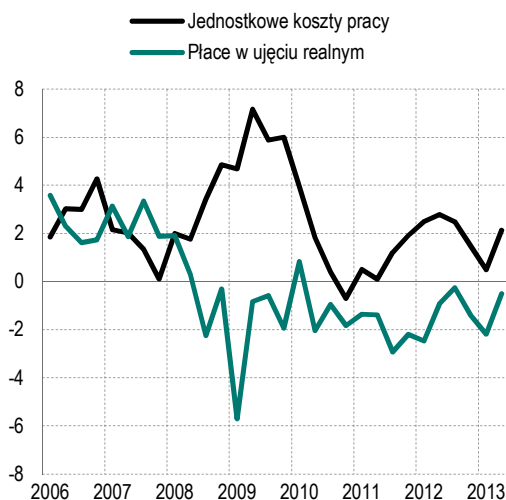


Źródło: ONS

¹⁷ Stopa bezrobocia według LFS, w oparciu o którą sformułowane jest forward guidance Banku Anglii.

Relatywnie wysoka stopa bezrobocia może tłumaczyć utrzymujące się niskie tempo wzrostu płac. W II kw. br. nieznacznie przyspieszył wzrost wynagrodzeń nominalnych (2,2% r/r). Wzrost ten był jednak nadal niższy od dynamiki inflacji. Utrzymał się więc spadek płac realnych (w ujęciu r/r), przy czym był wyraźnie niższy niż w I kw. br. (Wykres 35). Dane dotyczące dynamiki płac w 2013 r. należy traktować z ostrożnością. Zmiany progów podatków dochodowych wchodzące w życie w kwietniu br., prawdopodobnie miały istotny wpływ na ewidencjonowane koszty pracy i wynagrodzenia wypłacone w pierwszych dwóch kwartałach. Dane wskazują, że znaczna część premii od wynagrodzeń wypłaconych w I kw. br. została wypłacona z opóźnieniem tak, by ich opodatkowanie naliczone zostało według nowej skali. Bank Anglii ocenia, że po korekcie o wspomniany wyżej efekt dynamika nominalnych wynagrodzeń w II kw. wyniosła 1% r/r, co przekłada się na spadek płac realnych o 0,7% r/r.

Wykres 35. Jednostkowe koszty pracy (% r/r)



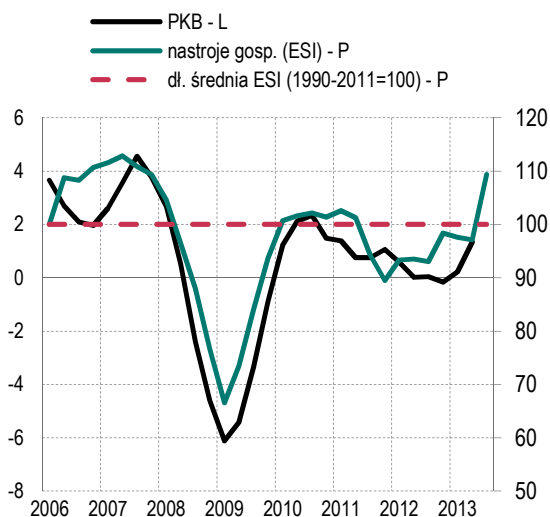
Źródło: Eurostat, ONS

Dynamika jednostkowych kosztów pracy w 2013 r. odzwierciedla przede wszystkim zmiany płac przy relatywnie stałym wzroście wydajności pracy, który wyniósł 0,3% i 0,5% r/r odpowiednio w I kw. i II kw. br.

Nastroje gospodarcze

Dane z III kw. wskazują na wyraźną poprawę nastrojów gospodarczych. Wskaźnik ogólnych nastrojów gospodarczych ESI, osiągając wartość 109,4 we wrześniu br., znalazł się na najwyższym poziomie od 2008 r. Za wzrostem ESI kryje się poprawa wskaźników składowych dla wszystkich badanych sektorów, przy największym pozytywnym wkładzie wskaźnika koniunktury w usługach¹⁸.

Wykres 36. Wskaźnik nastrojów gospodarczych ESI w Wielkiej Brytanii a dynamika PKB (%)



Źródło: Komisja Europejska, Eurostat

Od marca 2013 r. PMI Composite dla Wielkiej Brytanii wzrósł łącznie o 9 pkt., osiągając we wrześniu br. poziom 60,5. Poprawa nastrojów dotyczyła zarówno sektora usług, przemysłu, jak i budownictwa, przy czym to w budownictwie skala wzrostu PMI była najwyższa (o 11,7 pkt od marca 2013 r.).

Produkcja i koniunktura w przemyśle

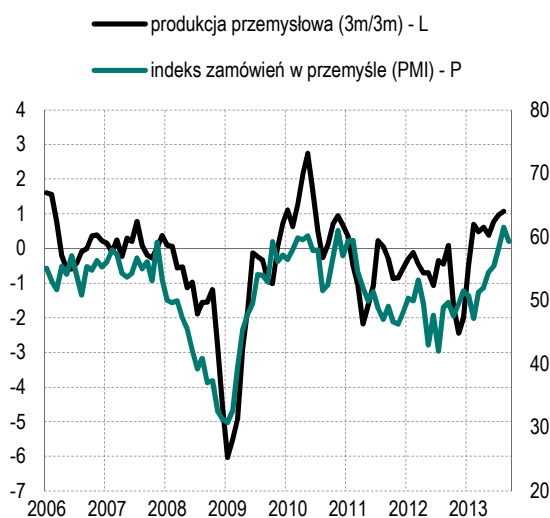
Napływające dane wskazują na kontynuację tendencji wzrostowej produkcji przemysłowej zapoczątkowanej w lutym br. – w sierpniu br. wzrost produkcji w ujęciu

¹⁸ Wskaźnik obejmuje nastroje w przemyśle, usługach, handlu, sprzedaży detalicznej i budownictwie oraz nastroje konsumencie.

3m/3m utrzymał się na poziomie z poprzedniego miesiąca i wyniósł 1%. W ujęciu m/m w sierpniu br. miał jednak miejsce nieoczekiwany spadek produkcji przemysłowej o 1,2%. Odczyt ten stoi w sprzeczności z informacjami o rosnącym napływie nowych zamówień do przemysłu, co sugeruje, że spadek produkcji może być efektem czynników jednorazowych.¹⁹

Wzrost produkcji jest widoczny zarówno w przypadku dóbr konsumpcyjnych, jak i inwestycyjnych czy pośrednich. Dynamika produkcji dóbr konsumpcyjnych uległa jednak osłabieniu – w sierpniu br. wyniosła 0,3% 3m/3m wobec poziomu 1,6-2% utrzymującego się od maja do lipca br. Przyspieszyła natomiast produkcja dóbr inwestycyjnych – do 1,6% wobec 0,7% 3m/3m w lipcu br.

Wykres 37. Produkcja sprzedana przemysłu (%), napływ zamówień w przemyśle przetwórczym w Wielkiej Brytanii



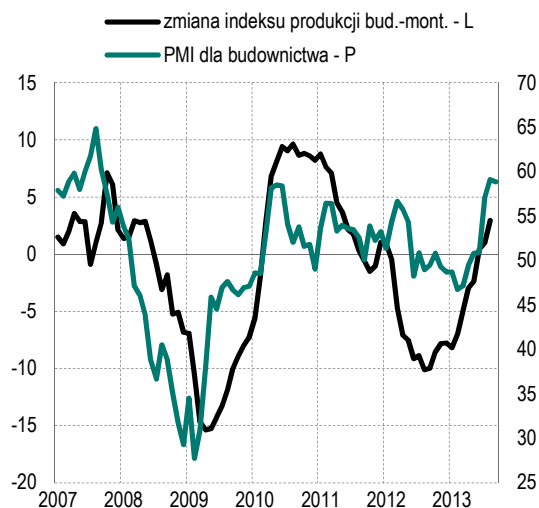
Źródło: Eurostat, Markit Economics

Rosnącej produkcji towarzyszył wzrost indeksu nowych zamówień w przemyśle, który w sierpniu br. po raz pierwszy od 2010 r. przekroczył poziom 60, by we wrześniu br. nieznacznie spaść do poziomu 59 pkt. Przyspieszenie napływu nowych zamówień jest przede wszystkim

¹⁹ Brytyjski Urząd Statystyczny przyznaje, że procedura odsezonowywania danych mogła być zaburzona przez efekt igrzysk olimpijskich z 2012 r. Tym samym należy zachować ostrożność przy ocenie danych o produkcji z sierpnia br.

kim efektem rosnącego popytu krajowego, choć wskazuje się również na nieznaczny wzrost zamówień na eksport – odpowiadający im wskaźnik PMI we wrześniu br. znajdował się na poziomie 53 pkt.

Wykres 38. Produkcja budowlano-montażowa (% r/r) oraz PMI dla budownictwa



Źródło: Eurostat, Markit Economics

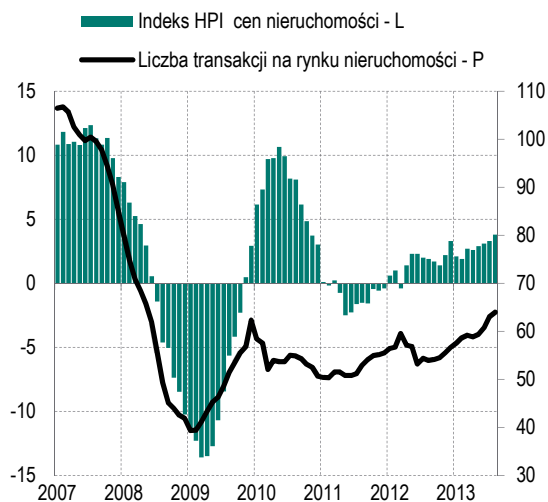
Produkcja i koniunktura w budownictwie oraz usługach

Po trwającym 16 miesięcy spadku produkcji w sektorze budowlanym (w ujęciu r/r), od czerwca br. obserwuje się jej wzrost (Wykres 38). W sierpniu br. dynamika produkcji wyniosła 3%. W porównaniu z II kw., w pierwszych miesiącach III kw. br. przyspieszyła dynamika produkcji w sektorze budownictwa handlowo-usługowego i infrastruktury. Można więc ocenić, że obserwowana poprawa kondycji sektora budowlanego opiera się na trwalszych podstawach niż we wcześniejszych kwartałach, kiedy to jedynym motorem wzrostu produkcji budowlano-montażowej było budownictwo mieszkaniowe.

Na pozytywne tendencje w sektorze budowlanym wskazują również dane PMI, a także dynamika cen i liczby transakcji na rynku nieruchomości (Wykres 39). Osiągając wartość 59 pkt. w sierpniu br., indeks PMI znalazł się na poziomie najwyższym od czerwca 2010 r. Źródłem poprawy nastrojów jest przede wszystkim

kim napływ nowych zamówień i wzrost optymizmu co do przyszłości. Podobnie, rekordowa w okresie od poł. 2008 r. była odnotowana w sierpniu br. liczba transakcji na rynku nieruchomości. Wzrostowi liczby transakcji towarzyszył wzrost cen, który w sierpniu br. wyniósł 3,8% r/r przekraczając tym samym dynamikę inflacji CPI równą 2,7%. Szybki wzrost cen nieruchomości trwający od marca br. sprawił, że w sierpniu br. ich poziom wyrównał rekordową wartość sprzed kryzysu odnotowaną w styczniu 2008 r.²⁰

Wykres 39. Liczba transakcji na rynku nieruchomości (2006 r. = 100), zmiana indeksu cen nieruchomości (% r/r)



Źródło: ONS

Informacje napływające z sektora usług wskazują na utrzymującą się poprawę koniunktury. W lipcu br. dynamika przychodów w sektorze wyniosła 2,5% 3m/3m (12% r/r). Na ożywienie wskazuje również indeks PMI, który we wrześniu br. ustabilizował się na historycznie wysokim poziomie 60 pkt. Dla porównania, we wrześniu 2012 r. wartość indeksu wynosiła 52 pkt.

²⁰ 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.

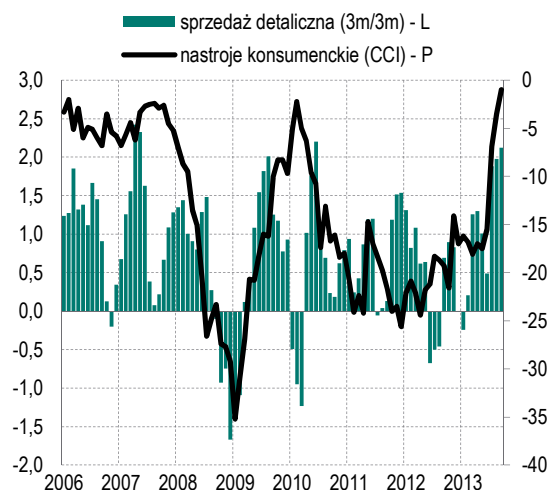
Sprzedaż detaliczna i koniunktura konsumentów

Zarówno sprzedaż detaliczna, jak i wskaźniki nastrojów konsumenckich wzrosły w ostatnich miesiącach. Źródłem obaw co do trwałości pozytywnych tendencji w zakresie koniunktury konsumenckiej może być jednak fakt, że wzrost konsumpcji wynika nie ze wzrostu dochodów, a z malejących oszczędności i rosnącego zadłużenia gospodarstw domowych.

Od lutego 2013 r. obserwuje się stały wzrost sprzedaży detalicznej. W ujęciu 3m/3m dynamika sprzedaży przyspieszyła do 2,1% we wrześniu br., tj. najwyższego poziomu w okresie od czerwca 2010 r. Sprzedaż rosła szczególnie dynamicznie w przypadku paliw i żywności.

Wzrostowi sprzedaży sprzyjają poprawiające się od połowy 2012 r. nastroje konsumentów. We wrześniu br. wskaźnik CCI osiągnął najwyższy od 2006 r. poziom (-1 pkt). Optymizm konsumentów wzrósł szczególnie w zakresie oczekiwań co do ogólnej sytuacji gospodarczej i własnych oszczędności w najbliższych 12 miesiącach.

Wykres 40. Sprzedaż detaliczna (%) i wskaźnik nastrojów konsumenckich w Wielkiej Brytanii



Źródło: Komisja Europejska, Eurostat

Wobec spadku płac realnych i dochodu do dyspozycji część rosnącej konsumpcji gospodarstw finansowana

jest długiem. Dane wskazują na wyraźny wzrost wartości kredytów konsumpcyjnych (w tym na kartach kredytowych) od grudnia 2012 r., przy spadku ich oprocentowania.

Spadek oprocentowania widoczny jest również w przypadku kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych. Liczba przyznanych kredytów hipotecznych rosła w okresie od czerwca br. i w sierpniu br. osiągnęła najwyższy poziom od lutego 2008 r. Dotychczas nie znalazło to przełożenia na miesięczną dynamikę wartości nowo udzielonych kredytów netto w tym segmencie, która pozostaje na niezmiennie niskim poziomie od połowy 2009 r.²¹ W badaniach ankietowych banki wskazują na rosnący popyt na kredyty hipoteczne oraz poprawę jakości portfela tych kredytów.

Inflacja

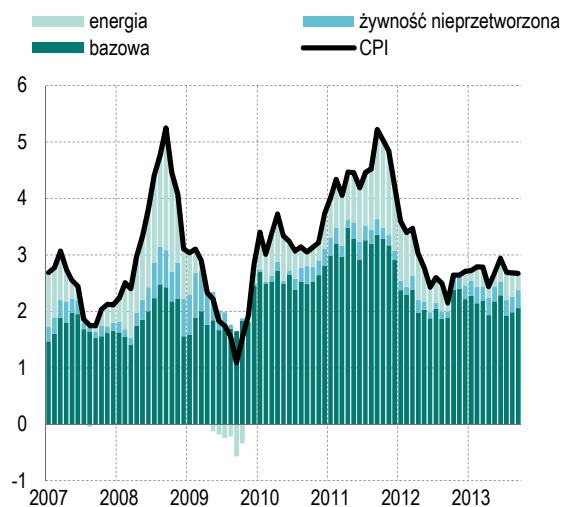
Inflacja CPI od grudnia 2009 r. znajduje się powyżej celu inflacyjnego Banku Anglii. Jednocześnie władze monetarne oceniają, że w okresie istotnym z punktu widzenia *policy guidance* (18-24 miesięcy) powinna spać poniżej 2,5%. W krótkim okresie presję inflacyjną ograniczać ma aprecjacja funta i niskie tempo wzrostu płac.

Po jednorazowym wzroście dynamiki cen konsumpcyjnych w czerwcu br. do 2,9% r/r, ustabilizowała się ona i na koniec września br. wyniosła 2,7% r/r. Jednocześnie od początku 2013 r. zwiększyło się tempo wzrostu cen żywności nieprzetworzonej – we wrześniu br. wyniosło ono 6,5% r/r (wobec 5,7% r/r w II kw. br.).²² Inflacja bazowa we wrześniu br. wzrosła o 0,1 pkt proc. do 2,3% r/r.

²¹ Komentatorzy zwracają uwagę, że wartość nowo udzielonych kredytów reaguje z opóźnieniem na zmianę liczby przyznanych kredytów. Ponadto analizie poddano wartość kredytów *netto* a więc skorygowaną o kwoty napływające do banków z tytułu spłat kredytów. Kwoty te również wzrosły w ostatnich miesiącach.

²² Co jest sprzeczne z tendencją na rynkach światowych. Współczynnik cen żywności FAO zanotował wyraźny spadek w okresie od kwietnia do września br.

Wykres 41. Dekompozycja inflacji CPI (r/r, %)

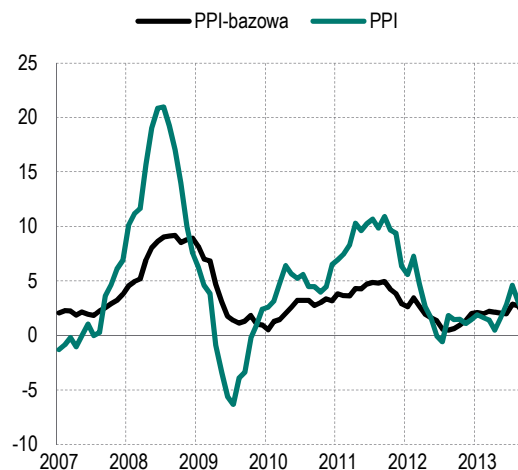


Źródło: Eurostat

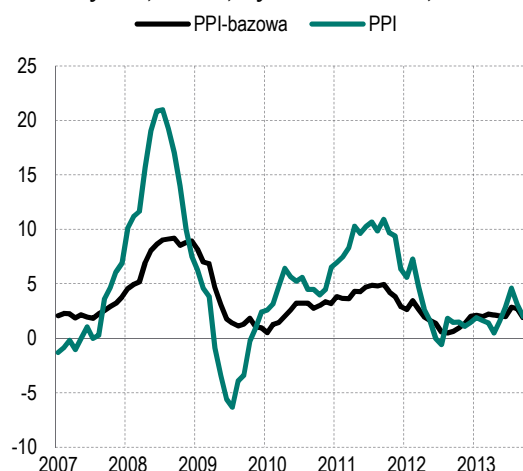
Dane z września br. wskazują na obniżenie się dynamiki cen producentów do 2,0% r/r (wobec w 3,1% r/r w sierpniu br.).

Bank Anglii wskazuje na ryzyko wzrostu presji inflacyjnej w efekcie rosnących cen ropy na rynkach międzynarodowych. Presja ta na chwilę obecną ograniczana jest przez aprecjację funta względem dolara (Wykres 43).

Wykres 42. Dynamika cen producentów (PPI) w Wielkiej Brytanii (% r/r)



Źródło: Eurostat

Wykres 43. Realny efektywny kurs walutowy GBP (deflowany CPI, indeks, styczeń 2005 =100)

Źródło: Bank Anglii

Prognozy

Zarówno Bank Anglii, jak i instytucje komercyjne przewidują, że obecne przyspieszenie gospodarcze będzie kontynuowane w kolejnych kwartałach, natomiast inflacja pozostanie powyżej celu BoE (2%) do połowy 2015 r.

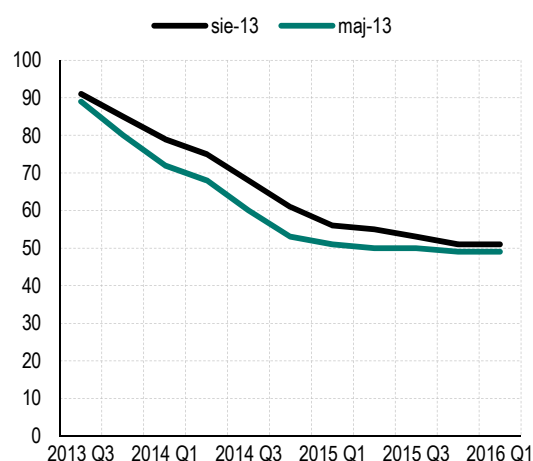
Sierpniowe prognozy Banku Anglii wskazują na wzrost PKB o 1,5% w 2013 r. oraz 2,7% w 2014 r. W obu przypadkach przewidywania te są zdecydowanie bardziej optymistyczne od prognoz majowych, które zakładały wzrost PKB o 1,2% w 2013 r. i 1,9% w 2014 r. W ciągu ostatnich miesięcy również banki komercyjne zrewidowały w górę prognozy brytyjskiego PKB, jednak dalej pozostają one bardziej pesymistyczne od Banku Anglii. We wrześniu br. mediana prognoz rynkowych dla dynamiki PKB wyniosła 1,3% w 2013 r. oraz 2,1% w 2014r.

Rewizje prognoz Bank Anglii uzasadnia korektą danych o PKB z II kw. br., wyższą od oczekiwanej dynamiką konsumpcji oraz poprawą nastrojów w gospodarce. Ponadto, zakłada się, że wprowadzenie *forward guidance* zwiększy efektywność prowadzonej polityki pieniężnej poprzez ograniczenie niepewności.

Stopniowe ożywienie gospodarki brytyjskiej ma być rezultatem nie tylko wzrostu popytu krajowego, ale

również poprawy sytuacji gospodarczej innych gospodarek rozwiniętych. Oczekiwany wzrost importu krajów strefy euro powinien częściowo zrekompenzować efekty możliwego spowolnienia w gospodarkach wschodzących. Jednocześnie obserwowana aprecjacja funta i wzrost rynkowych stóp procentowych obligacji brytyjskich stanowią czynniki ryzyka dla prognozowanego wzrostu gospodarki.

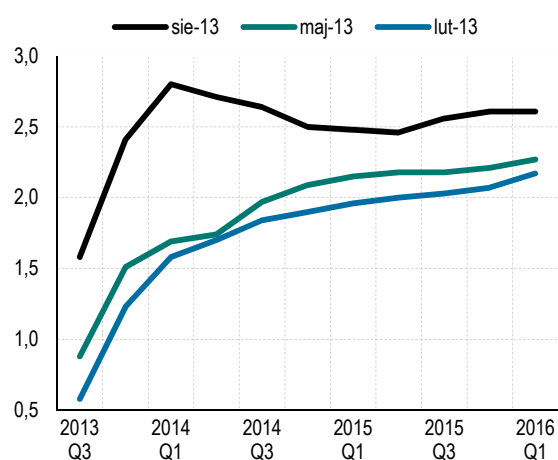
W przypadku inflacji nowe dane nie wpłynęły istotnie na prognozy. Mediana prognoz banków komercyjnych wskazuje na wzrost poziomu cen o 2,5% w 2013 r. i 2,4% w 2014 r. (wobec odpowiednio 2,5% i 2,5% w prognozach sprzed 3 miesięcy). Tymczasem Bank Anglii oczekuje, że w 2013 r. inflacja wyniesie 2,9% (wartość równa prognozie z maja br.), natomiast w 2014 r. – 2,4% (wobec 2,1% przewidywanych w maju br.). Bank ocenia, że perspektywa sprowadzenia inflacji do poziomu 2,5% na przestrzeni 18-24 miesięcy nie jest zagrożona. W dłuższym okresie oczekuje się spadku inflacji do poziomu celu inflacyjnego, tj. 2%. Na przełomie lat 2015 i 2016 prognozowane prawdopodobieństwo osiągnięcia celu inflacyjnego osiąga pułap 50%. Jednocześnie prognozowana ścieżka inflacji jest wyższa niż w prognozie majowej.

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

Źródło: Bank Anglii

Wśród głównych czynników ryzyka dla perspektyw PKB i poziomu cen Bank Anglii wymienia niepewność dotyczącą możliwości akomodacji wzrostu popytu krajowego przez stronę podażową gospodarki. W tym kontekście, warto zwrócić uwagę na utrzymywanie się niskiej dynamiki produktywności pracy. Oczekuje się jednak, że trend ten ulegnie odwróceniu wraz z poprawą kondycji sektora bankowego i wzrostem dostępności kredytów dla nowo zakładanych przedsiębiorstw.

Wykres 45. Zmiana prognoz Banku Anglii dla PKB Wielkiej Brytanii (% r/r)



Źródło: Bank Anglii

Tabela 7. Prognozy makroekonomiczne dla Wielkiej Brytanii

	2013	2014	2015	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014
realny PKB, % r/r							
MFW (09-13)	1,4	1,9	2,0	-	-	-	-
OECD (05-13)	0,8	1,5	-	-	-	-	-
Bloomberg (10-13)	1,3	2,2	2,4	1,5	2,2	2,3	2,2
CPI, % r/r							
MFW (10-13)	2,7	2,3	2,0	-	-	-	-
OECD (05-13)	2,8	2,4	-	-	-	-	-
Bloomberg (10-13)	2,7	2,4	2,2	2,7	2,5	2,3	2,5

Japonia

- **W gospodarce japońskiej następuje stopniowe ożywienie, wspierane przez wzrost inwestycji publicznych oraz wzrost eksportu.**
- **Wzrostowe tendencje najbardziej widoczne są w sektorze przedsiębiorstw, głównie w grupie największych firm z sektora przemysłowego.**
- **Obniżające się płace wpływają na osłabienie dynamiki wydatków konsumpcyjnych.**
- **Pod wpływem wzrostu cen towarów importowanych, od czerwca br. następuje stopniowy wzrost inflacji.**
- **W II poł. br. ponownie podwyższone zostały prognozy wzrostu dla gospodarki japońskiej. Oczekiwane jest przyspieszenie dynamiki PKB w IV kw. br. i I kw. 2014 r.**
- **Podwyższenie podatku konsumpcyjnego spowoduje wyraźne obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego w roku fiskalnym 2014 r.**

Bieżące i oczekiwane tendencje

Zdecydowana polityka gospodarcza prowadzona przez rząd Shinzo Abe opierająca się na trzech podstawowych filarach: silnym rozluźnieniu polityki pieniężnej, bardzo elastycznej polityce podatkowej oraz zakrojonych na szeroką skalę reformach strukturalnych, ma wprowadzić Japonię na ścieżkę trwałego wzrostu gospodarczego, zakończyć okres deflacji oraz silnie zredukować dług publiczny.

Dotychczasowe działania polityki premiera Abe największe skutki odniosły w sektorze przedsiębiorstw. Po raz pierwszy od 2008 r. przedsiębiorstwa korzystnie oceniają bieżącą sytuację gospodarczą. Odwrócona została także tendencja spadkowa produkcji przemysłowej. Bieżące dane makroekonomiczne wskazują, że w III kw. br. utrzymała się wzrostowa tendencja PKB. Dynamika wzrostu gospodarczego była wspierana przez wzrost inwestycji publicznych związany z realizacją rządowego programu rewitalizacji japońskiej gospodarki i przyspieszeniem prac związanych z odbudową obszarów objętych tsunami w marcu 2011 r. w

północno-wschodniej Japonii. W ostatnich miesiącach znacząco wzrosła wartość zakontraktowanych robót publicznych oraz wyprzedzający wskaźnik inwestycji publicznych.

W III kw. br. obserwowany był także wzrost inwestycji mieszkaniowych spowodowany przyspieszeniem popytu w związku z nowymi stawkami podatku konsumpcyjnego. Dynamika PKB prawdopodobnie będzie jednak wolniejsza w porównaniu z II kw. br., przede wszystkim ze względu na niższy wzrost wydatków konsumpcyjnych.

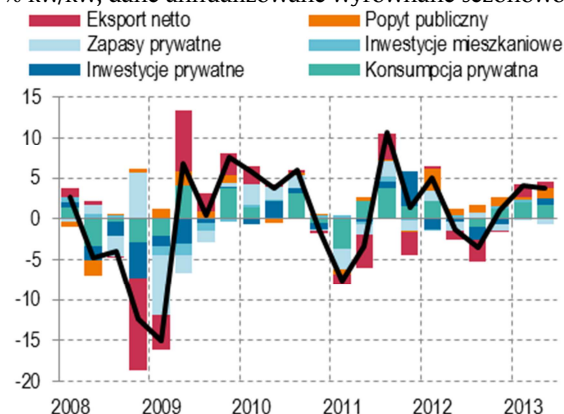
Prognozy wskazują na przyspieszenie wzrostowej tendencji w gospodarce japońskiej w IV kw. br. i w I kw. 2014 r., do czego przyczyni się antycypacja podwyższenia podatku konsumpcyjnego w kwietniu 2014 r. Z tego też powodu w II kw. 2014 r. (początek roku fiskalnego 2014) spodziewany jest silny spadek wydatków gospodarstw domowych i w związku z tym obniżenie się produktu krajowego brutto.

Wzrost gospodarczy

Dynamika wzrostu osiągnięta w II kw. br. wskazuje na kontynuację procesu stopniowego ożywienia w gospodarce japońskiej.

Wzrost PKB opierał się na rosnącym popycie prywatnym (głównie wydatkach gospodarstw domowych i inwestycjach) oraz popycie publicznym. Najważniejszą zmianą w strukturze wzrostu gospodarczego były rosnące inwestycje prywatne (po pięciu kolejnych kwartałach spadków), co wskazuje na poprawę aktywności przedsiębiorstw.

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



Źródło: Quarterly Estimates of GDP; Cabinet Office

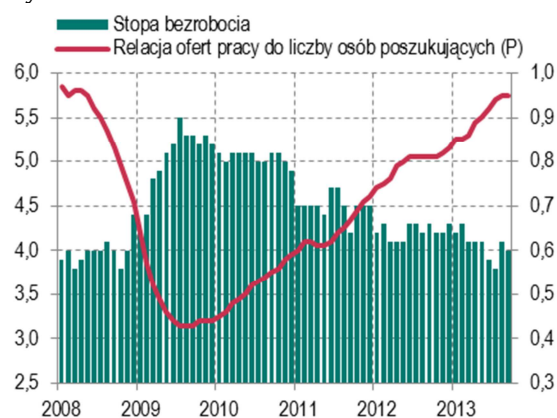
Na wzrost wydatków gospodarstw domowych wpłynął przede wszystkim wyższy popyt na dobra konsumpcyjne trwałego użytku. Wzrost popytu w Stanach Zjednoczonych i deprecjacja jena sprzyjały utrzymaniu się na wysokim poziomie dynamiki japońskiego eksportu.

Rynek pracy

W III kw. br. kontynuowana była stopniowa poprawa na rynku pracy. Stopa bezrobocia obniżyła się do poziomu 4,0% (wobec 4,2% w II kw. br.) i jednocześnie poprawiła się dostępność miejsc pracy (do najwyższego poziomu od maja 2008 r.). Trzeci kolejny kwartał zwiększało się zatrudnienie (o 0,6% r/r). Najszybciej liczba miejsc pracy rosła w usługach (zwłaszcza w sektorze teleinformatycznym), w III kw. br. zahamowana została także spadkowa tendencja zatrudnienia w przemyśle przetwórczym.

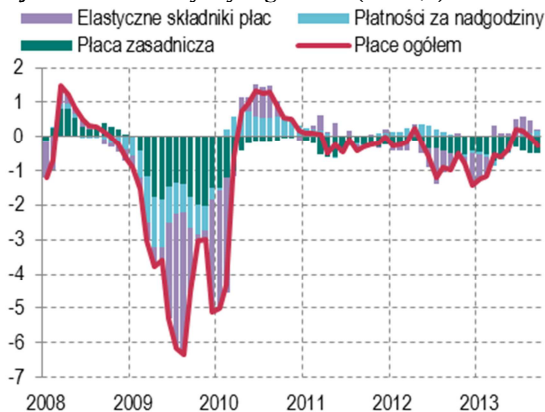
Z drugiej strony, w dalszym ciągu utrzymują się negatywne tendencje w zakresie wynagrodzeń. Niepewna sytuacja gospodarcza powoduje, że przedsiębiorcy utrzymują na niezmiennym poziomie płace wynikające z umów o pracę (co *de facto* powoduje spadek płac zasadniczych), natomiast bardziej skłonni są do podwyższania zmiennych elementów wynagrodzenia (premie i nadgodziny). Dane *Ministry of Health, Labour and Welfare* wskazują na obniżenie się wynagrodzeń w III kw. br. (średnia z lipca i sierpnia br.) o 0,5% r/r.

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



Źródło: dane MIAC i MHLW

Wykres 48. Zmiany wynagrodzeń (w % r/r)



Źródło: Monthly Labour Survey; Ministry of Health, Labour and Welfare

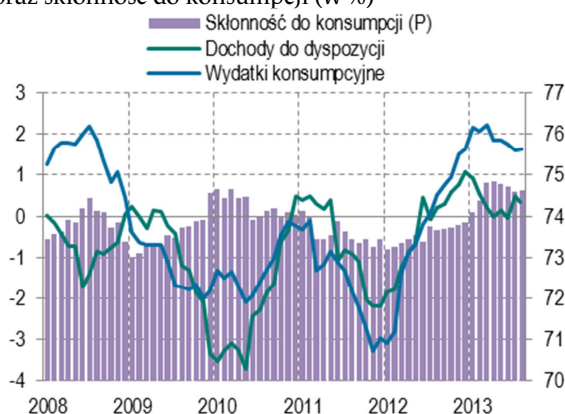
Koniunktura konsumencka

Bieżące indeksy koniunktury konsumenckiej wskazują, że wpływ wzrostu wydatków gospodarstw domowych na dynamikę PKB był w III kw. br. słabszy w porównaniu z dwoma poprzednimi kwartałami. Wskazuje na to przede wszystkim obniżenie się w lipcu i sierpniu br. dynamiki *Synthetic Consumption Index*, który jest silnie skorelowany z kategorią wydatków konsumpcyjnych w statystyce rachunków narodowych.

O ile w I poł. br. na wzrost dochodów gospodarstw domowych wpłynął przede wszystkim silny wzrost cen akcji przyczyniając się do wzrostu wydatków konsumpcyjnych, to na początku II poł. br. zaznaczyła się tenden-

cja do obniżania się dynamiki wydatków konsumpcyjnych i zmniejszania się skłonności do konsumpcji. Z jednej strony przyczynia się do tego utrzymująca się niska dynamika dochodów do dyspozycji, z drugiej – obniżająca się siła nabywcza gospodarstw domowych związana ze wzrostem cen energii oraz wyższymi cenami świeżej żywności.

Wykres 49. Nominalne zmiany dochodów do dyspozycji i wydatków konsumpcyjnych (w % r/r; średnia 12M) oraz skłonność do konsumpcji (w %)



Źródło: Family Income and Expenditure Survey; Ministry of Internal Affairs and Communications

Po trzech kolejnych kwartałach niewielkiego wzrostu sprzedaży detalicznej, w III kw. br. nastąpiło jej obniżenie (o 1,2% kw/kw).

Począwszy od IV kw. br. oczekiwane jest ponowne przyspieszenie wydatków gospodarstw domowych. Do wzrostu wydatków obok odłożonej realizacji zysków z silnego wzrostu cen akcji (w okresie między grudniem ub.r., a majem br.) powinno przyczyniać się przyspieszenie popytu w związku z wprowadzeniem w kwietniu 2014 r. wyższych stawek podatku konsumpcyjnego. Zjawisko to obserwowane jest już na rynku mieszkaniowym – przede wszystkim w większej liczbie rozpoczętych budów. Oczekuje się, że w IV kw. br. na wzrost konsumpcji wpłynie głównie wzrost popytu na dobra trwałego użytku.

Produkcja przemysłowa

W III kw. br. nastąpił wzrost produkcji przemysłowej (o 2,3% r/r), po czterech kolejnych kwartałach spadków. Jednocześnie trzeci kolejny kwartał obserwowane było zmniejszanie się poziomu zapasów producentów.

Wykres 50. Produkcja przemysłowa i zapasy producentów (rok 2010 = 100; dane wyrównane sezonowo)



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

Struktura zmian w produkcji wskazuje, że głównymi czynnikami jej wzrostu był rosnący eksport oraz poprawiająca się koniunktura w sektorze przedsiębiorstw. W III kw. br. najwyższą dynamiką charakteryzowała się produkcja dóbr pośrednich (w tym przede wszystkim części do urządzeń elektronicznych) oraz dóbr inwestycyjnych (zwłaszcza elektronicznych urządzeń teleinformatycznych).

Spadkowa tendencja została powstrzymana także w produkcji dóbr konsumpcyjnych (w efekcie wzrostu produkcji dóbr nietrwałych). Jednak w produkcji dóbr trwałego użytku kontynuowana była nadal tendencja spadkowa.

Koniunktura przedsiębiorstw (TANKAN)

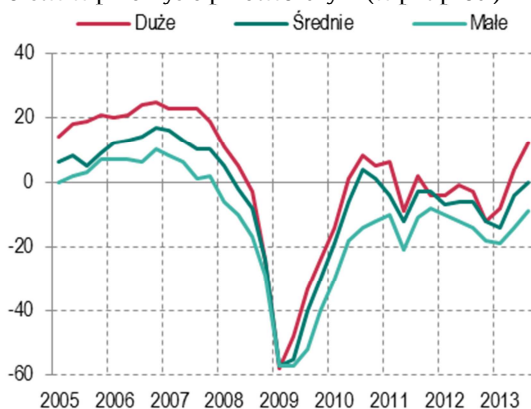
We wrześniu br. ogólny zagregowany indeks Tankan²³ opisujący bieżącą sytuację japońskich przedsiębiorstw

²³ Badania Tankan (Short-Term Economic Survey of Enterprises in Japan) prowadzone przez Bank Japonii, obejmują ponad 10 tys.

wzrósł do 2 pkt proc. (wobec -2 pkt proc. w czerwcu br.). Tak więc po raz pierwszy od grudnia 2007 r. indeks ten osiągnął poziom powyżej zera, wskazując na wzrost aktywności japońskich przedsiębiorstw. Jednocześnie był to trzeci kolejny kwartał wzrostu indeksu Tankan, co może świadczyć o umocnieniu się w III kw. br. tendencji do ożywienia w japońskiej gospodarce

Poprawa koniunktury nastąpiła we wszystkich głównych kategoriach przedsiębiorstw (zarówno w przetwórstwie przemysłowym oraz w usługach) i w zdecydowanej większości spośród 28 branż wymienionych w badaniu.

Wykres 51. Indeks bieżącej koniunktury przedsiębiorstw w przemyśle przetwórczym (w pkt proc.)



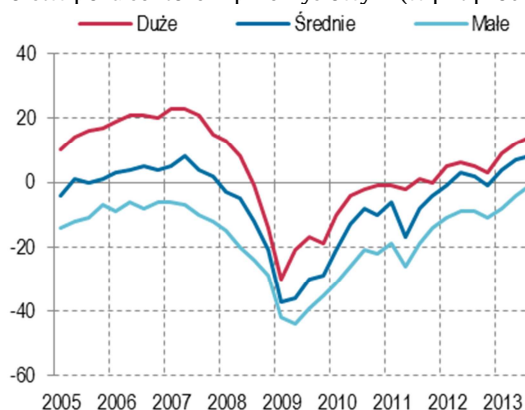
Źródło: Tankan; Bank of Japan

Wyraźny wzrost indeksu w porównaniu z badaniem z czerwca br. był przede wszystkim wynikiem poprawy nastrojów w dużych przedsiębiorstwach z sektora przemysłu przetwórczego, w tym przede wszystkim w branżach o dużym udziale eksportu (głównie w przemyśle motoryzacyjnym i elektromaszynowym). Na poprawę ocen bieżącej sytuacji wpłynęła stabilizacja popytu w kraju, pewna poprawa koniunktury na rynkach eksportowych (głównie na rynku amerykańskim) oraz znacząca deprecjacja kursu jena, która wpłynęła

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.

na wzrost cenowej konkurencyjności japońskich produktów. Natomiast niewielki niekorzystny wpływ na koniunkturę przedsiębiorstw miał wzrost cen importowanych surowców.

Wykres 52. Indeks bieżącej koniunktury przedsiębiorstw poza sektorem przemysłowym (w pkt proc.)



Źródło: Tankan; Bank of Japan

Także w usługach najkorzystniej swoją sytuację oceniają duże przedsiębiorstwa, w tym przede wszystkim z pośrednictwa finansowego.

Jednocześnie poprawiły się oceny perspektyw japońskich przedsiębiorstw (z 0 w czerwcu do 3 we wrześniu br.), co wynika z oczekiwanej kontynuacji dotychczasowych pozytywnych tendencji. W efekcie przedsiębiorstwa przewidują wzrost zysków w roku fiskalnym 2013 o 9,2% (po wzroście o 7,2% w 2012 r.)²⁴. Przedsiębiorstwa wyraźnie podwyższyły swoje prognozy zysków w porównaniu z badaniem z czerwca br. (wówczas oczekiwano wzrostu zysków o 5,2%). Najsilniej prognozę zysków podwyższyły duże przedsiębiorstwa działające w przetwórstwie przemysłowym. Z drugiej strony prognozę zysków obniżyły małe firmy przemysłowe.

Oczekiwany wzrost zysków sprawił, że zostały podwyższone plany inwestycyjne przedsiębiorstw. Firmy wskazują w swoich raportach na zamiar zwiększenia inwestycji (w roku fiskalnym 2013 o 3,3% r/r). Największe plany inwestycyjne mają duże przedsiębiorstwa z sek-

²⁴ Według biznes planów przedsiębiorstw, zyski przedsiębiorstw wzrosną w roku fiskalnym 2013.

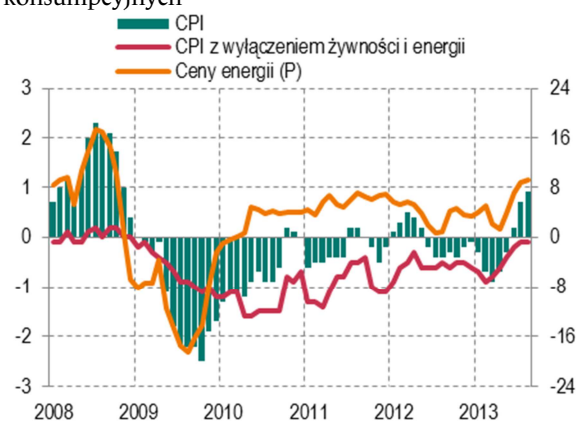
tora przemysłowego (planowany wzrost inwestycji o 6,6%). Oznaczałoby to, że zmieni się struktura podmiotowa inwestycji, we wzroście których największą rolę w roku fiskalnym 2013 r. będą odgrywały przedsiębiorstwa przemysłowe. Z drugiej strony plany firm spoza sektora przemysłowego, zwłaszcza małych i średnich, wskazują na obniżenie dynamiki inwestycji w porównaniu z rokiem fiskalnym 2012. Prawdopodobnie wynika to z dużej niepewności związanej ze skutkami podwyższenia podatku konsumpcyjnego na początku roku fiskalnego 2014.

Mimo wyraźnej poprawy nastrojów, niewiele przedsiębiorstw widzi obecnie potrzebę zwiększenia zatrudnienia. Relatywnie największy wzrost zatrudnienia wskazują firmy spoza przemysłu, głównie instytucje finansowe.

Inflacja

We wrześniu br. umocniła się wzrostowa tendencja inflacji w Japonii. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 1,1% w porównaniu z rokiem poprzednim²⁵, był to więc czwarty kolejny miesiąc wzrostu cen (po dwunastu miesiącach deflacji) i jednocześnie najwyższy od października 2008 r.

Wykres 53. Zmiany wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych



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

²⁵ W ciągu ostatnich sześciu miesięcy wskaźnik CPI wzrósł o 2 pkt proc. W marcu br. deflacja osiągnęła poziom 0,9%.

Obserwowany w ostatnich miesiącach wzrost inflacji jest przede wszystkim wynikiem deprecjacji jena, która spowodowała silny wzrost cen towarów importowanych²⁶. Znalazło to odzwierciedlenie przede wszystkim w rosnących cenach energii (wzrost we wrześniu br. o 7,4%) oraz świeżej żywności (wzrost o 11,0%). Jednocześnie po 56 miesiącach, zahamowana została spadkowa tendencja cen pozostałych towarów i usług, które we wrześniu br. utrzymały się na niezmiennym poziomie w porównaniu z rokiem poprzednim.

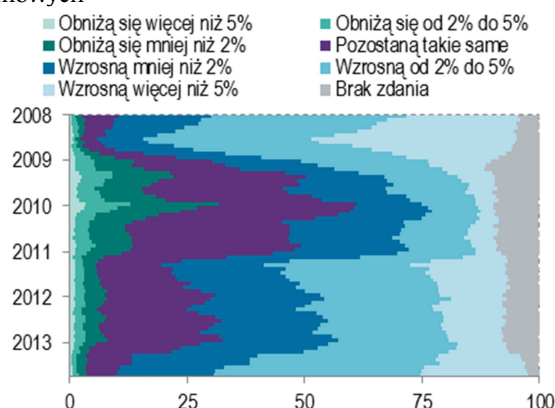
Z drugiej strony, w kategoriach dóbr silnie związanych z popytem gospodarstw domowych, nadal utrzymuje się silna presja deflacyjna – we wrześniu br. ceny dóbr trwałego użytku obniżyły się o 1,3%.

Wydaje się więc, że realizacja celu Banku Japonii, jakim jest wzrost inflacji do końca roku fiskalnego 2014 (tj. do marca 2015 r.) do poziomu 2%, będzie zadaniem niezwykle trudnym. Nawet pomimo ogromnej skali realizowanego ilościowego i jakościowego rozluźniania polityki pieniężnej (QQE). Wzrost cen hamuje przede wszystkim utrzymującą się na niskim poziomie dynamika płac. Ponadto do osłabienia siły nabywczej konsumentów obok obecnie rosnących cen energii i żywności przyczyni się podwyższenie stawki podatku konsumpcyjnego, które nastąpi na początku kwietnia 2014 r.

Wzrost cen energii oraz zapowiedziana podwyżka stawek podatku sprzedaży wpłynęły w ostatnich miesiącach także na silny wzrost oczekiwań inflacyjnych. We wrześniu br. blisko 90% objętych badaniem gospodarstw domowych oczekiwało w ciągu najbliższych 12 miesięcy wzrostu cen o co najmniej 2%. Obecnie oczekiwania inflacyjne są więc podobne, jak w lipcu 2008 r., kiedy ceny ropy naftowej osiągnęły rekordowy poziom.

²⁶ Według szacunków Banku Japonii (Monthly Report on the Corporate Goods Price Index) we wrześniu br. ceny produktów importowanych wzrosły o 17,1% r/r.

Wykres 54. Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



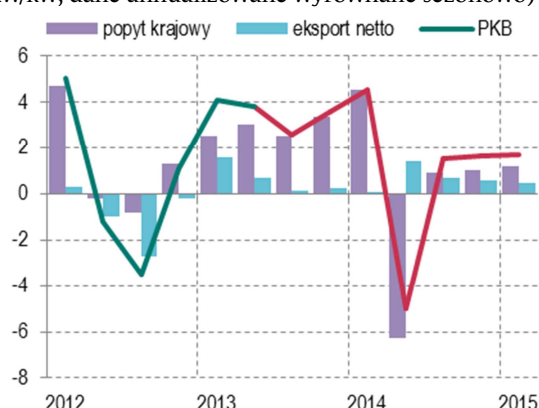
Źródło: Consumer Confidence Survey; Cabinet Office

Prognozy

Poprawiające się bieżące wyniki wpłynęły na dalszą stopniową weryfikację w górę prognoz wzrostu gospodarczego. Według ankiety ESP Forecast z października br. średnioroczna dynamika PKB w roku fiskalnym 2013 wyniesie 2,8% (podczas gdy w czerwcu oczekiwano wzrostu o 2,7%), a więc będzie wyraźnie wyższa w porównaniu z rokiem fiskalnym 2012 (wówczas PKB zwiększył się o 1,2%). Natomiast w roku fiskalnym 2014, pod wpływem wprowadzenia wyższych stawek podatku konsumpcyjnego, oczekiwane jest spowolnienie wzrostu gospodarczego do 0,7% (w czerwcu br. przewidywano wzrost o 0,6%). Korekta prognoz wzrostu gospodarczego w ostatnich miesiącach była bardziej ostrożna niż miało to miejsce w I poł. br. po zapowiedzi przez premiera Shinzo Abe radykalnych reform gospodarczych.

Przewiduje się, że w roku fiskalnym 2013 struktura wzrostu PKB będzie zrównoważona. Duży udział będzie miał popyt prywatny, w tym wydatki gospodarstw domowych oraz inwestycje. Natomiast w roku fiskalnym 2014 po wprowadzeniu wyższych stawek podatku konsumpcyjnego wkład popytu krajowego do wzrostu PKB zmniejszy się do zaledwie o 0,1%. Tak więc w 2014 wzrost gospodarczy będzie w dużej mierze opierał się na popycie zewnętrznym.

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



Źródło: ESP forecast

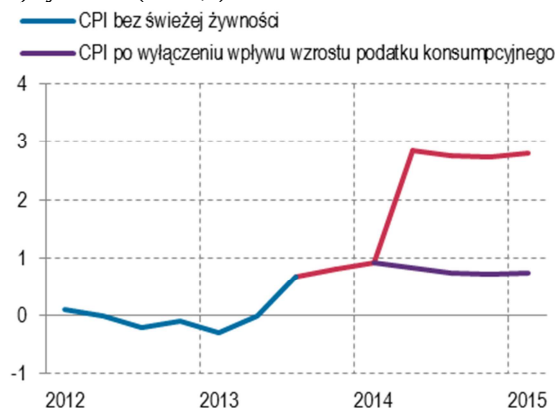
Głównym czynnikiem różnicującym obecnie prognozy wzrostu w gospodarce japońskiej, jest bardzo duża niepewność dotycząca wydatków konsumpcyjnych w roku fiskalnym 2014. Oczekuje się, że wzrost stawek podatku konsumpcyjnego spowoduje obniżenie wkładu konsumpcji do wzrostu PKB z 1,7% w roku fiskalnym 2013 do 0,0% w 2014. Poprzednio podatek konsumpcyjny został podwyższony w 1997 r. (z 3% do 5%), wkrótce potem Japonia znalazła się w recesji. Obecnie w celu zminimalizowania wpływu wzrostu podatków na sytuację gospodarstw domowych rząd wprowadzi pakiet działań (szczegóły tych działań mają zostać ogłoszone w grudniu br.).

Jednocześnie zostały podwyższone prognozy inflacji. W październiku br. oczekuje się, że w roku fiskalnym 2013 inflacja CPI wyniesie 0,6% (podczas gdy w czerwcu br. oczekiwano, że ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosną o 0,3%). W związku z podwyżką podatku oczekuje się wzrostu inflacji w roku fiskalnym 2014 do 2,8%. Jednak pomijając wpływ podwyżki podatku inflacja wyniesie zaledwie 0,8%.

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 pozo-

stawała wyraźnie poniżej oczekiwań Bank Japonii prawdopodobnie podjęcie 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

	RF 2013	RF 2014	III kw. 2013	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	2,8	1,0							
Bank Japonii	2,7	1,5							
Japan Research Institute	2,8	0,3	2,2	4,0	4,3	-6,0	1,5	0,6	1,2
Mizuho Research Institute	2,9	0,7	2,8	3,6	4,5	-5,9	2,4	1,6	1,6
Japan Center for Economic Research	2,7	0,2	3,2	3,6	4,9	-8,1	2,0	2,0	0,8
ESP forecast*	2,5	0,7	2,6	3,6	4,5	-5,0	1,5	1,7	1,7
Inflacja (w % r/r)									
Cabinet Office	0,5	3,3							
Bank Japonii	0,7	3,3							
Japan Research Institute	0,5	3,0	0,6	0,7	0,7	2,8	2,9	3,0	3,1
Mizuho Research Institute	0,7	2,5	0,8	0,9	0,9	2,7	2,3	2,4	2,5
Japan Center for Economic Research	0,4	2,6	0,5	0,5	0,7	2,8	2,6	2,6	2,6
ESP forecast*	0,6	2,8	0,7	0,8	0,9	2,9	2,8	2,7	2,8

* Monthly Survey of Professional Forecasters in Japan

Produkty japońskie coraz mniej „Made in Japan”

Do niedawna Japonia była postrzegana, jako gospodarka wybitnie proeksportowa. I chociaż w dalszym ciągu należy do najważniejszych eksporterów na świecie²⁷, to analiza tradycyjnych statystyk handlu zagranicznego wskazuje na znaczne obniżenie się roli Japonii w międzynarodowych obrotach handlowych. Co więcej niski wzrost japońskiego eksportu przyczynił się w latach 2011-2012 do powstania deficytu w handlu zagranicznym Japonii. Z drugiej jednak strony produkowane przez japońskie korporacje samochody, motocykle czy wyroby elektroniki użytkowej w dalszym ciągu utrzymują wysokie udziały na światowych rynkach. Ten pewnego rodzaju paradoks wynika z faktu, że coraz więcej „japońskich” produktów produkowanych jest poza Japonią.

Chociaż spadek udziału gospodarek rozwiniętych w światowym eksporcie był od początku poprzedniej dekady (tj. od roku 2000) zjawiskiem niemal powszechnym, to w przypadku Japonii okazał się on szczególnie silny.²⁸ W 2012 r. udział Japonii w światowym eksporcie zmniejszył się do zaledwie 4,4%, a więc był prawie dwukrotnie niższy niż średnio w latach 1991-2000 (wówczas udział Japonii w światowym eksporcie kształtował się średnio powyżej 8%).

Zmiany udziału Japonii w imporcie najważniejszych jej partnerów handlowych wskazują, że spadek znaczenia Japonii w światowym eksporcie nastąpił głównie w wyniku marginalizacji dostaw z tego kraju na rynki Stanów Zjednoczonych oraz Unii Europejskiej, gdzie dotychczas Japonia należała do najważniejszych eksporterów. W imporcie USA znaczenie Japonii obniżyło się ze średnio 15% w latach 1991-2000 do zaledwie 6,4% w 2012 r. (tj. o 57%), a w zewnętrznym imporcie Unii Europejskiej z 6,1% do 3,0% (tj. o nieco ponad 50%).²⁹ Z drugiej strony nie zmienił się, a w wielu przypadkach wzrósł – udział Japonii w imporcie krajów Azji.

Silny spadek udziału Japonii w światowym eksporcie uwarunkowany był w dużym stopniu przyspieszeniem procesu delokalizacji produkcji, czemu sprzyjało z jednej strony przystąpienie Chin do Światowej Organizacji Handlu (WTO), z drugiej – znaczący postęp technologiczny, który istotnie zwiększył mobilność czynników produkcji. W wyniku szybko rosnących inwestycji zagranicznych w sektorze przemysłowym, coraz większa część produkcji japońskich korporacji powstaje zagranicą, zastępując de facto eksport (a więc wpływając negatywnie na jego wielkość). Zagraniczne filie japońskich korporacji produkują zarówno na lokalne rynki (co nie jest uwzględniane w statystykach handlu zagranicznego), a także eksportują produkty do Japonii oraz krajów trzecich (w tej sytuacji oficjalne statystyki wskazują jako eksporterów kraje w których znajdują się filie japońskich korporacji).

W latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych Japonia realizowała strategię wzrostu gospodarczego przez silnie proeksportową politykę, która sprawiła, że kraj ten znalazł się wśród trzech największych eksporterów. Jednak szybko rosnące koszty pracy w tym kraju sprawiły, że japońskie przedsiębiorstwa w celu zwiększenia konkurencyjności swoich produktów przenosiły procesy produkcyjne do innych krajów w regionie Azji Południowo-Wschodniej, ale także w Ameryce Północnej i w Europie. Proces ten znacznie przyspieszył po przystąpieniu Chin do WTO, które stały się głównym kierunkiem ekspansji korporacji japońskich. W latach 2000-2012 sprzedaż filii japońskich korporacji, wyrażona w USD, wzrosła trzykrotnie (podczas gdy wartość japońskiego eksportu zwiększyła się zaledwie o 66% w tym samym okresie).

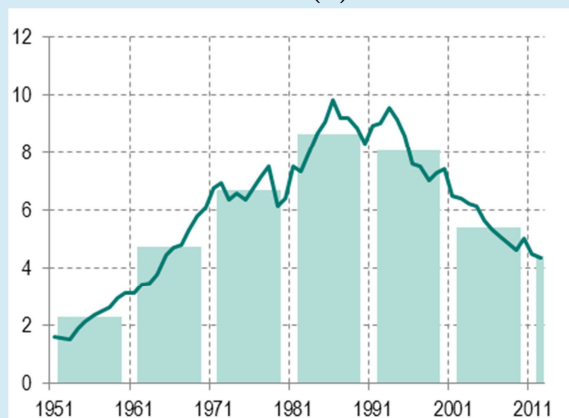
²⁷ Japonia jest obecnie czwartym największym eksporterem na świecie (po Chinach, USA i Niemczech).

²⁸ Udział krajów rozwiniętych w światowym eksporcie był w 2012 r. o 30% niższy w porównaniu ze średnią w latach 1991-2000. W tym okresie udział Stanów Zjednoczonych obniżył się o 30%, Niemiec o 22%, a pozostałych krajów UE-15 o 34%. Jedynym krajem rozwiniętym gdzie nastąpił wzrost udziału w światowym eksporcie była Australia.

²⁹ Dane dotyczą krajów UE-12.

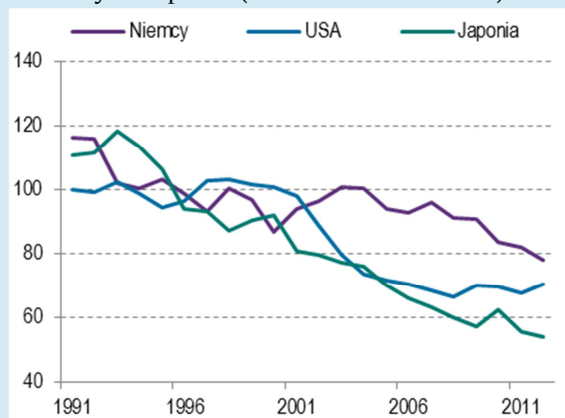
Inwestycje zagraniczne nie tylko zastępowały eksport do tych krajów, gdzie inwestowały japońskie przedsiębiorstwa, ale filie zagraniczne japońskich przedsiębiorstw często stawały się poważnymi eksporterami, zastępując w ten sposób bezpośredni eksport z Japonii. Częściowo produkcja zagraniczna japońskich firm kierowana była na rynek japoński, co dodatkowo wpływało na wzrost importu i pogorszenie salda w handlu zagranicznym.

Wykres 57. Udział Japonii w światowym eksporcie towarów w latach 1951-2012 (%)



Źródło: dane WTO

Wykres 58. Zmiany udziału Niemiec, USA i Japonii w światowym eksporcie (średnia 1991-2000 = 100)



Źródło: dane WTO

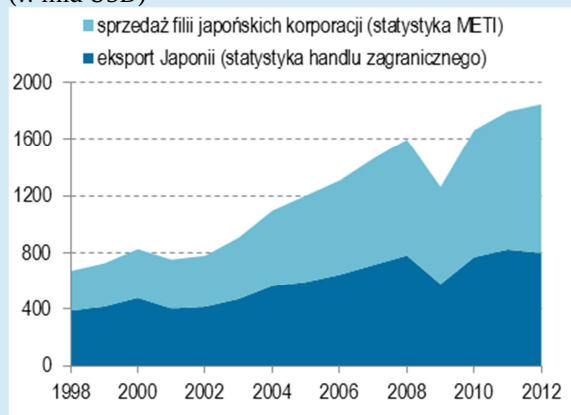
Według statystyk Ministry of Economy, Trade and Industry (METI) od 2004 r. wielkość produkcji zagranicznych filii jest wyższa niż wartość bezpośredniego eksportu z Japonii. Gdyby traktować produkcję zagranicznych filii japońskich korporacji jako formę eksportu, wówczas udział Japonii w światowym eksporcie wyniósłby w 2012 r. 10,1%. W końcu 2012 r. zagraniczne fabryki japońskich korporacji zatrudniały 3,75 mln osób. Znaczenie Azji jako lokalizacji dla japońskich firm znacząco wzrosło w ciągu ostatnich lat. W 2002 r. na kraje Azji przypadало niewiele ponad 10% zagranicznej produkcji japońskich korporacji. W 2012 r. udział ten przekroczył 50%. Obok Chin, dużą rolę odgrywają kraje ASEAN.

Najważniejszym zagranicznym ośrodkiem produkcji japońskich firm są Chiny. W końcu 2012 r. filie japońskich korporacji zatrudniały w tym kraju 1,2 mln osób (łącznie z Hongkongiem), co stanowiło 31% zatrudnienia w filiach japońskich przedsiębiorstw³⁰. Natomiast wartość produkcji japońskich filii w Chinach wynosiła 20% produkcji poza Japonią. Ważnym celem działalności japońskich filii w Chinach jest także sprzedaż do Japonii, która stanowi blisko ¼ całej produkcji japońskich przedsiębiorstw w tym kraju (i jednocześnie produkty pochodzące z filii w Chinach stanowiły prawie 50% ogółu produkcji japońskich filii przeznaczonej na sprzedaż do Japonii).

Jak wskazują dane METI, głównym celem zagranicznych filii japońskich korporacji jest sprzedaż produktów na rynku w kraju w którym działają. W 2012 r. nieco ponad 70% sprzedaży przeznaczone było na rynki krajowe. Około 20% produkcji przeznaczone było na eksport, prawdopodobnie głównie do krajów w regionach, gdzie działają japońskie fabryki. Największy udział eksport do innych krajów ma w Europie (ponad 40% w 2012 r.). Intuicyjnie niewielki wydaje się być udział eksportu do krajów trzecich w sprzedaży japońskich filii w Chinach (w 2012 r. stanowił on niespełna 15% całej sprzedaży w tym kraju). Wynika to jednak z dużych rozmiarów rynku wewnętrznego oraz struktury chińskiego importu, w którym produkty finalne (w tym zwłaszcza dobra konsumpcyjne) stanowią wąski margines. Natomiast znacznie większą rolę w eksporcie do krajów trzecich odgrywają filie w krajach ASEAN oraz w Europie (co generalnie związane jest z wysoką intensywnością obrotów handlowych w tych regionach). W sprzedaży japońskich filii systematycznie zwiększa się natomiast eksport do Japonii (prawdopodobnie w dużej mierze jest to substytucja produkcji krajowej). W 2012 r. japońskie filie wyeksportowały do Japonii towary o wartości blisko 110 mld USD (co stanowiło około 12% całości japońskiego importu). Najwięcej na rynek macierzysty eksportują japońskie filie z krajów Azji, głównie Chiny i kraje ASEAN.

³⁰ Przedsiębiorstwa japońskie działające w sektorze przetwórstwa przemysłowego w końcu 2012 r. tworzyły blisko pół miliona miejsc

Wykres 59. Eksport Japonii i sprzedaż filii japońskich korporacji w sektorze przetwórstwa przemysłowego (w mld USD)



Źródło: Ministry of Economy, Trade and Industry

Wykres 60. Dynamika eksportu Japonii i sprzedaży filii japońskich korporacji (w USD; rok 2000 = 100)



Źródło: Ministry of Economy, Trade and Industry

Sektorowa struktura produkcji filii wskazuje na dominację dwóch branż – motoryzacyjnej i elektronicznej. W 2012 r. blisko 50% sprzedaży japońskich filii przypadało na sektor środków transportu i 20% na sektor urządzeń elektronicznych (wg podziału na 13 sektorów przetwórstwa przemysłowego). Sektor motoryzacyjny skierowany jest bardziej na rynki, w których działają japońskie filie. W 2012 r. prawie 85% sprzedaży w tym sektorze przypało na rynki krajowe. Na tak wysoką koncentrację wpływ mają przede wszystkim filie w Chinach i w Ameryce Północnej (ponad 90% przeznaczonych jest na rynek lokalny). Zdecydowanie bardziej zinternacjonalizowana jest sprzedaż elektroniki użytkowej. W tym drugim przypadku w krajach, gdzie produkowane są japońskie wyroby pozostaje ok. 45% produkcji, natomiast ponad 30% przeznaczonych jest na eksport, a niepełna 25% produkcji trafia do Japonii. Znaczące różnice w strukturze sprzedaży filii z sektora motoryzacyjnego i elektronicznego wynikają prawdopodobnie z większego rozdrobnienia procesów produkcyjnych w przypadku wyrobów elektroniki użytkowej (co także związane jest z niższymi kosztami transportu zarówno części, jak i wyrobów gotowych).

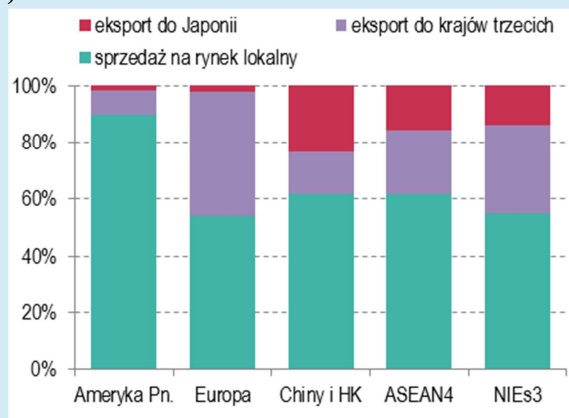
O skali wielkości produkcji filii japońskich koncernów motoryzacyjnych może świadczyć fakt, że w 2012 r. poza Japonią działało 169 fabryk samochodów. Najwięcej z nich znajdowało się w Azji – 97 (w tym 25 w Chinach). W 2011 r. japońskie filie wyprodukowały 13,4 mln pojazdów, co stanowiło 17% wyprodukowanych pojazdów na świecie (jeśli uwzględnimy produkcję samochodów w Japonii to udział ten zwiększył się do 27%).

Zasadnicza zmiana w modelu japońskiego eksportu, jaka dokonała się w ostatnich latach w związku z delokalizacją dużej części produkcji spowodowała istotne zmiany w jego strukturze. Po pierwsze znalazło to odzwierciedlenie we wzroście znaczenia dóbr pośrednich. Po drugie znacząco zwiększył się w strukturze japońskiego eksportu udział krajów rozwijających się Azji. Obecnie udział produktów finalnych w strukturze japońskiego eksportu jest relatywnie niewielki. Niemniej znaczenie Japonii w światowym handlu jest znacznie większe niż mogłoby to wynikać z udziału tego kraju w wymianie międzynarodowej. Japonia stała się kluczowym dostawcą bardzo wyspecyfikowanych części.

pracy w Ameryce Północnej i ponad 300 tys. w Europie.

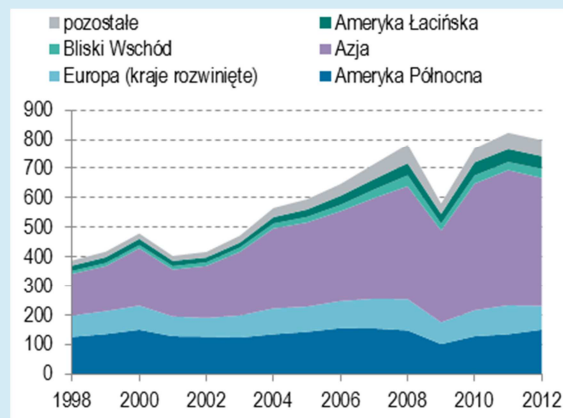
Silny wzrost w japońskim eksporcie krajów Azji, jest przejawem zarówno szybko rosnącego popytu w tym regionie, jak i wzrostu skali regionalnych sieci podaży. W 2012 r. na kraje Azji przypadało 55% wartości japońskiego eksportu (podczas gdy w 2000 r. stanowiły one zaledwie 40% eksportu). Do silnego zwiększenia się eksportu do rozwijających się gospodarek Azji przyczynił się w dużej mierze wzrost sprzedaży do Chin. Chiny stały się w 2009 r. najważniejszym rynkiem eksportowym, biorąc pod uwagę wartość eksportu. Udział Chin w kolejnych latach nadal się zwiększał. Obecnie eksport do tego kraju stanowi 18% eksportu Japonii ogółem (tj. przeszło trzykrotnie więcej w porównaniu z rokiem 2000). Dobra pośrednie stanowiły w 2011 r. 64% wartości eksportu Japonii do Chin (z tego 33% stanowiły części i akcesoria). Stosunkowo duże znaczenie miały też dobra inwestycyjne, które obejmowały 27% wartości importu do Chin, natomiast dobra konsumpcyjne stanowiły zaledwie 6%. W latach 2010 i 2011 r. to jednak dobra gotowe najszybciej rosły w eksporcie do Chin. Było to związane z relatywnie wysokim wzrostem popytu w gospodarce chińskiej, natomiast eksport dóbr pośrednich do Chin, związany częściowo z koniunkturą w gospodarce światowej, rósł wolniej.

Wykres 61. Struktura sprzedaży filii japońskich korporacji w 2012 r. zlokalizowanych w wybranych krajach



Źródło: Ministry of Economy, Trade and Industry

Wykres 62. Eksport Japonii wg głównych regionów (w mld USD)



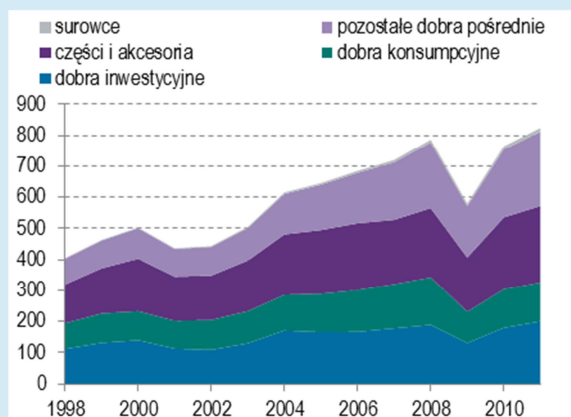
Źródło: Japan External Trade Organization

W tym czasie kiedy na znaczeniu zyskiwały gospodarki azjatyckie, nastąpił wyraźny spadek udziału Stanów Zjednoczonych (które do 2008 r. były najważniejszym rynkiem eksportowym Japonii) oraz Unii Europejskiej. W ciągu ostatnich trzynastu lat udział USA w eksporcie Japonii obniżył się z 31% do 18%, a Unii Europejskiej z 16% do 10%. Stany Zjednoczone zachowały natomiast status największego rynku eksportowego Japonii, jeśli weźmiemy pod uwagę wartość sprzedaży produktów finalnych. W 2011 r. na USA przypadało ponad 20% wartości eksportu produktów finalnych Japonii (w tym ponad 30% eksportu dóbr konsumpcyjnych). Inaczej niż w przypadku Chin, w ostatnich latach na znaczeniu w eksporcie do USA zyskują dobra pośrednie (w tym przede wszystkim części i akcesoria), których eksport rośnie szybciej niż produktów finalnych. W 2012 r. na Unię Europejską przypadało 8% japońskiego eksportu, podczas gdy w 2000 r. do krajów UE trafiało 16% eksportu.

Korygując dane o obrotach handlowych Japonii o wielkość krajowej wartości dodanej (badania OECD), w 2009 r. Stany Zjednoczone pozostawały nadal zdecydowanie najważniejszym partnerem handlowym w eksporcie i imporcie tego kraju. Natomiast mniejsze, niż wynika to z oficjalnych statystyk handlu zagranicznego było znaczenie Chin. Generalnie Japonia należy do krajów o najwyższym udziale krajowej wartości dodanej w eksporcie (w 2009 r. stanowiła ona około 85% wartości całego eksportu). Jednak podobnie, jak w większości gospodarek udział ten w ostatnich latach się obniżył (w 1995 r. stanowił on 93%). Jednocześnie badania te wskazują, że ok. 40% wartości dodanej w eksporcie (dane dotyczą 2009 r.) tworzył sektor usług (podczas gdy średnio w krajach OECD na usługi przypadało 48% wartości eksportu).

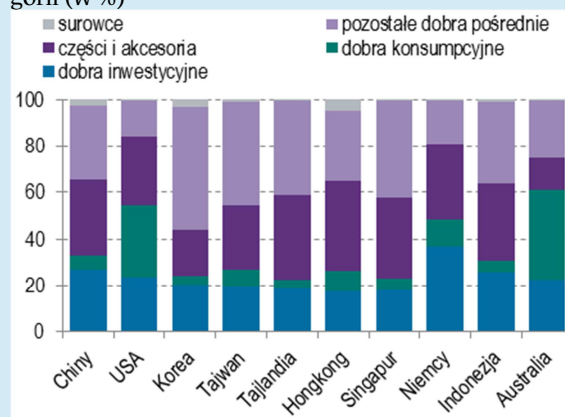
Mimo wysokiego stopnia internacjonalizacji japońskiej gospodarki (co odzwierciedla przede wszystkim wysoka produkcja japońskich filii), Japonia wyróżnia się stosunkowo dużym udziałem krajowej wartości dodanej w eksporcie, co może być jednym ze wskaźników wysokiej innowacyjności japońskiego eksportu (w 2009 r. krajowa wartość dodana stanowiła 85% eksportu). Poza tym w Japonii udział krajowej wartości dodanej stanowi największą część popytu krajowego.

Wykres 63. Eksport Japonii wg głównych kategorii (w mld USD)



Źródło: Research Institute of Economy, Trade and Industry

Wykres 64. Struktura eksportu Japonii do głównych partnerów handlowych w 2011 r. wg głównych kategorii (w %)



Źródło: Research Institute of Economy, Trade and Industry

Eksport Japonii od lat charakteryzuje wysoki udział produktów zaawansowanych technologii (high-tech). W 2000 r. ich udział w eksporcie produktów przetwórstwa przemysłowego osiągnął poziom blisko 30%. W kolejnych latach ich udział jednak systematycznie się obniżał, co prawdopodobnie związane jest z większą mobilnością produkcji high-tech w porównaniu z pozostałymi sektorami przemysłu. W wyniku tych tendencji udział produktów zaawansowanych technologii obniżył się w 2011 r. w japońskim eksporcie przemysłowym do 17%.

Bardzo rozbudowane regionalne i globalne sieci podaży japońskich korporacji powodują, że w bezpośrednim eksporcie z Japonii bardzo dużą rolę (większą w porównaniu z innymi gospodarkami wysokorozwiniętymi) odgrywają dobra pośrednie. W 2011 r. stanowiły one blisko 60% całego japońskiego eksportu (w tym 30% obejmowały części i akcesoria)³¹, podczas gdy w 2000 r. obejmowały one 53% eksportu (w tym 20% - części i akcesoria).

Dobra pośrednie (w tym w dużej mierze części i akcesoria) dominują w eksporcie do krajów azjatyckich (70% wartości eksportu). Jednocześnie 2/3 japońskiego eksportu dóbr pośrednich trafia do krajów Azji (w tym blisko 3/4 części i akcesoriów). Eksport dóbr pośrednich do krajów Azji związany jest przede wszystkim z produkcją japońskich filii na rynki lokalne, jednak duże znaczenie ma także eksport do krajów trzecich (w tym głównie USA oraz Unii Europejskiej) oraz na rynek japoński.

Realną rolę Japonii w światowym handlu odzwierciedlała sytuacja, jaka miała miejsce w światowym przemyśle motoryzacyjnym po katastrofie w Japonii w marcu 2011 r. (Great East Japan Earthquake), kiedy z powodu braku dostaw części z Japonii nastąpiło silne obniżenie się produkcji w tym sektorze w skali globalnej.

³¹ W USA w 2011 r. dobra pośrednie stanowiły 55% wartości eksportu, w Niemczech – 50%, w W. Brytanii – 49%, we Francji – 47%.

Chiny

- **Lekkie odbicie dynamiki PKB w III kw. br. w związku z umocnieniem popytu wewnętrznego i zewnętrznego.**
- **W III kw. br. umiarkowane ożywienie w eksporcie i w inwestycjach.**
- **Nieco lepsza koniunktura w przemyśle.**
- **Koniunktura w sektorze usług relatywnie dobra, dynamika sprzedaży detalicznej od kilku miesięcy dość stabilna.**
- **Inflacja we wrześniu br. na poziomie najwyższym od 7 miesięcy.**
- **Oczekuje się, że przyspieszenie dynamiki PKB w III kw. br. nie będzie trwałe i począwszy od IV kw. br. Chiny odnotują już nieco niższe tempo wzrostu PKB.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Po dwóch kolejnych kwartałach malejącej dynamiki PKB, w III kw. br. wzrost gospodarczy w Chinach nieco przyspieszył. Szybsza dynamika PKB w ujęciu r/r w III kw. wynikała z kilku czynników. Po pierwsze, władze Chin zwiększyły inwestycje w pewnych sektorach (infrastruktura, ochrona środowiska, budownictwo komunalne). Po drugie, 1 sierpnia 2013 r. w Chinach weszła w życie nowa reforma podatku VAT, mająca na celu uniknięcie zjawiska podwójnego opodatkowania firm z sektora transportu i usług, która miała pozytywny wpływ na nastroje przedsiębiorstw. Po trzecie, nastąpiło przyspieszenie inwestycji w sektorze przetwórczym, a w sektorze nieruchomości utrzymywała się korzystna koniunktura. Po czwarte, wzrost gospodarczy wspierał, z opóźnieniem, wzrost akcji kredytowej z I kw. br. Wreszcie, korzystny wpływ na gospodarkę Chin miało ożywienie popytu w otoczeniu zewnętrznym, zwłaszcza w krajach rozwiniętych.

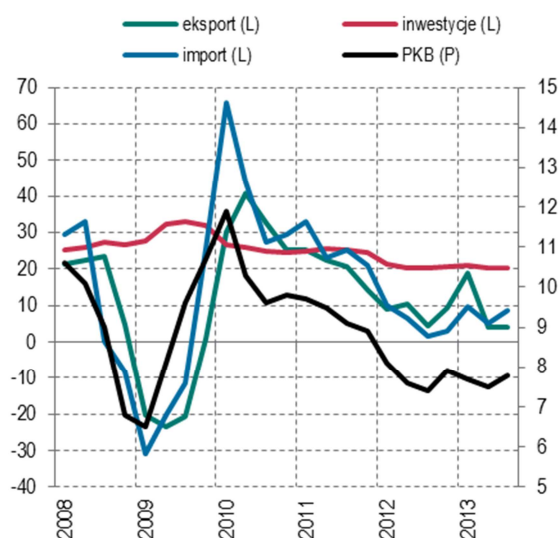
Jednocześnie szereg miesięcznych danych za wrzesień br. sugeruje, że ożywienie z III kw. br. może być krótkotrwałe i w kolejnych kwartałach dynamika PKB może ponownie zwolnić. We wrześniu nastąpiło bo-

wiem lekkie spowolnienie (w stosunku do sierpnia br.) rocznej dynamiki inwestycji, produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Wprawdzie w sierpniu i wrześniu br. wskaźnik PMI w sektorze przetwórczym wzrósł, jednak kształtował się na poziomie minimalnie wyższym niż graniczny próg 50 punktów, oddzielający fazę ekspansji od fazy recesji. Ponadto we wrześniu br. ukazały się również słabsze dane nt. dynamiki eksportu (przy jednocześnie solidnym wzroście importu, świadczącym o umacnianiu się popytu krajowego).

Wzrost gospodarczy

Po spowolnieniu w I połowie br. (por. Wykres 65), w III kw. dynamika PKB ponownie przyspieszyła, kształtując się na poziomie 7,8% r/r (wobec 7,5% r/r w II kw. br.). Dynamika inwestycji nieco przyspieszyła w trzecim kwartale (w okresie styczeń-wrzesień wyniosła 20,2% r/r, wobec 20,1% r/r w okresie styczeń-czerwiec br.), jednocześnie kształtując się poniżej wartości odnotowywanych w poprzednich kilku latach (por. Wykres 65). Dynamika inwestycji infrastrukturalnych przyspieszyła z 23% w II kw. br. do 25% w III kw., po tym jak rząd centralny zwiększył wydatki na infrastrukturę transportową i miejską (w tym przedsiębiorstwa użyteczności publicznej). W ostatnich miesiącach przyspieszyły również inwestycje w przetwórstwie przemysłowym oraz w sektorze nieruchomości. Czynnikiem napędzającym w ostatnim okresie inwestycje w sektorze budownictwa była wysoka dynamika sprzedaży nieruchomości (we wrześniu br. wyniosła ona 23% r/r, w tym nieruchomości mieszkaniowych – 24% r/r), wspierająca nowo rozpoczynane budowy, które w III kw. br. wzrosły o 15% r/r (wobec wzrostu o 8,8% r/r w II kw. br. i spadku o 2,7% r/r w I kw. br.). W nadchodzącym okresie oczekuje się przyhamowania dynamiki sprzedaży nieruchomości, przy jednoczesnym dalszym solidnym wzroście rozpoczynanych nowych budów, co powinno wspierać popyt wewnętrzny w Chinach.

Wykres 65. Roczna dynamika (%) inwestycji, eksportu, importu i PKB w Chinach w latach 2008-2013



Źródło: dane Reuters Ecowin.

Po okresie systematycznego spowalniania w I poł. br., w III kw. br. dynamika eksportu w ujęciu r/r ustabilizowała się. Należy jednak zaznaczyć, że we wrześniu br. roczna dynamika eksportu była ujemna i wyniosła -0,3%, najmniej od czerwca br., co sugeruje, ostrożność przy ocenie perspektyw dla chińskiego eksportu w nadchodzących miesiącach. W szczególności, we wrześniu w ujęciu rocznym zmniejszył się chiński eksport do krajów Azji Południowo-Wschodniej oraz wielu innych krajów z grupy *emerging markets (EM)*, a także do UE. Dynamika r/r eksportu do Stanów Zjednoczonych była we wrześniu dodatnia, choć obniżyła się w stosunku do sierpnia. W najbliższych miesiącach spodziewany słaby popyt krajów innych niż gospodarki rozwinięte, a także efekt wysokiej bazy statystycznej z końca ub. r³², będą prawdopodobnie oddziaływały w kierunku osłabienia dynamiki chińskiego eksportu. Czynnikiem osłabiającym eksport może być także obserwowana w ciągu ostatnich kilku kwartałów aprecjacja juana.

³² Dane dotyczące eksportu z Chin były sztucznie zawyżone w związku z procederem zawyżania wartości faktur eksportowych w celu ukrycia przepływów dewizowych.

W III kw. br. nastąpiło umocnienie importu – dynamika tej kategorii wzrosła z lokalnego minimum na poziomie 3,3% r/r w lipcu do 8,5% r/r we wrześniu br. We wrześniu szczególnie wyraźnie wzrosła dynamika importu ropy naftowej, sprawiając, że Chiny stały się największym na świecie importerem netto tego surowca. Silnie wzrósł również import rud żelaza. Dane o chińskim imporcie świadczą o umacniającym się popycie krajowym, napędzanym przez inwestycje infrastrukturalne i mieszkaniowe.

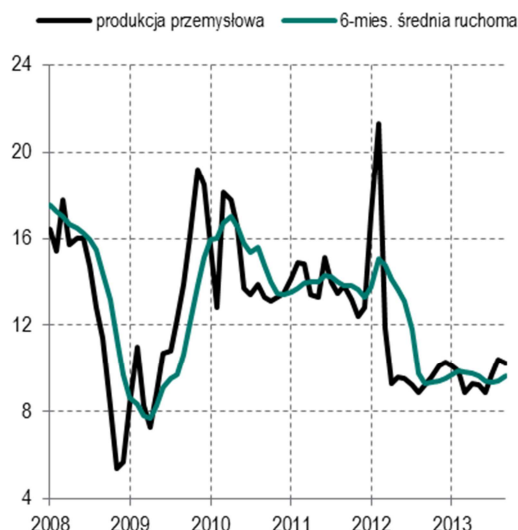
Koniunktura bieżąca

W III kw. br. dynamika produkcji przemysłowej w Chinach przyspieszyła, kształtując się w tym okresie przeciętnie na poziomie 10,1% r/r (wobec przeciętnej miesięcznej dynamiki w II kw. br. na poziomie 9,1% r/r). Produkcja przyspieszyła przede wszystkim w przemyśle ciężkim, odzwierciedlając umocnienie dynamiki inwestycji infrastrukturalnych. Jednocześnie jednak pod koniec III kw. br. nastąpiło osłabienie dynamiki produkcji przemysłowej ogółem – we wrześniu br. wyniosła ona 10,2% r/r wobec 10,4% r/r w sierpniu br. Wrześniowe dane mogą skłaniać do wniosku, że w IV kw. nie należy spodziewać się dalszego silnego przyspieszenia dynamiki produkcji przemysłowej. Wniosek taki zdają się potwierdzać najnowsze dane dotyczące koniunktury w chińskim przetwórstwie przemysłowym. Wprawdzie po spadku w lipcu br. do poziomu najniższego od 11 miesięcy, w sierpniu i wrześniu br. wskaźnik PMI (HSBC Markit) wzrósł powyżej granicy 50 punktów, jednak wzrost ten był marginalny – do odpowiednio 50,1 i 50,2 punktu. Wrześniowy wzrost indeksu wynikał z marginalnego wzrostu produkcji, oraz nieznacznego, po raz pierwszy od sześciu miesięcy, wzrostu zamówień eksportowych (ankietowani zwracali uwagę na umocnienie popytu ze Stanów Zjednoczonych i UE). Jednocześnie, pomimo wzrostu produkcji i nowych zamówień, zatrudnienie nadal obniżało się w tempie zbliżonym do odnotowanego w sierpniu.

W sektorze usług utrzymuje się lepsza koniunktura niż w sektorze przetwórczym, choć we wrześniu uległa ona lekkiemu pogorszeniu. Odpowiedni wskaźnik PMI (HSBC Markit) obniżył się do 52,4 punktu z poziomu

52,8 w sierpniu br. Wskaźnik ten pozostaje wyraźnie poniżej długookresowego trendu.

Wykres 66. Roczna dynamika produkcji przemysłowej w Chinach w latach 2008-2013



Źródło: opr. własne na podstawie danych Reuters Eco-win

Wykres 67. Roczna dynamika sprzedaży detalicznej w Chinach w latach 2008-2013



Źródło: opr. własne na podstawie danych Reuters Eco-win

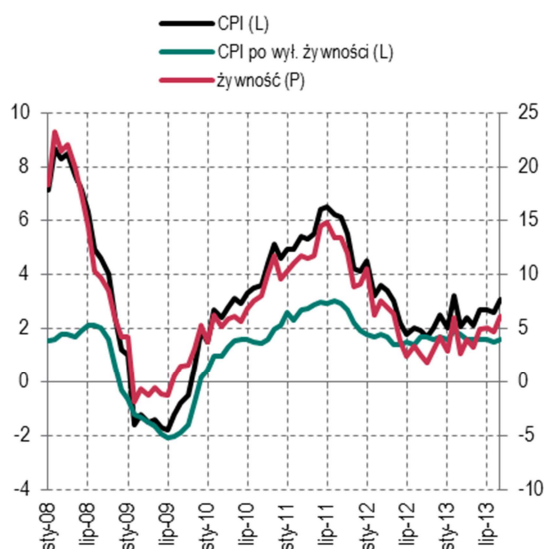
Przeciętna miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła w III kw. (do 13,3% r/r wobec 13,0% r/r w II kw. br.), wspierana przez sprzedaż samochodów oraz słabnięcie wpływu wcześniejszej rządowej kampanii mającej ograniczać nadmierne wydatki w sektorze publicznym³³. Jednocześnie jednak, podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, we wrześniu nastąpiło lekkie osłabienie dynamiki sprzedaży detalicznej (do 13,3% r/r z 13,4% r/r w sierpniu).

Inflacja

W ostatnim okresie nastąpił wzrost inflacji (Wykres 68). We wrześniu wskaźnik inflacji wzrósł do 3,1%, tj. do poziomu najwyższego od lutego br. Wzrost ten wynikał jednak głównie ze wzrostu cen żywności, w związku z suszami i powodzią w niektórych regionach kraju. Roczna dynamika cen żywności przyspieszyła we wrześniu br. do 6,1%, z 4,7% w sierpniu, kształtując się tym samym na poziomie najwyższym od maja ub. r. Jednocześnie wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności od kilku miesięcy jest stabilny i kształtuje się na poziomie 1,5-1,6% r/r. W związku z powyższym, presja inflacyjna w gospodarce chińskiej pozostaje pod kontrolą i w najbliższym okresie raczej nie należy spodziewać się istotnych zmian w polityce pieniężnej.

Ceny producenta obniżają się w ujęciu r/r od ok. półtora roku – wrzesień był 19. kolejnym miesiącem ujemnej rocznej dynamiki wskaźnika PPI (por. Wykres 69). Jednocześnie jednak dynamika spadków stopniowo się zmniejsza od kilku miesięcy, sugerując poprawę popytu krajowego i zagranicznego.

³³ Dane dotyczące sprzedaży detalicznej w Chinach nie ujmują usług, natomiast ujmują niektóre dobra inwestycyjne oraz sprzedaż do przedsiębiorstw lub agencji państwowych.

Wykres 68. Roczna dynamika wskaźnika CPI, jego wybranych składowych w latach 2008-2013

Źródło: dane Reuters Ecowin

Wykres 69. Roczna dynamika wskaźnika PPI w latach 2007-2013

Źródło: dane Reuters Ecowin

Prognozy

Prognozy z października br. dotyczące wzrostu gospodarczego Chin w 2013 i 2014 roku uległy obniżeniu w porównaniu z prognozami z czerwca 2013 r. W październiku br. analitycy rynkowi (ankieta Bloomberg) oczekiwali wzrostu gospodarczego w 2013 r. na poziomie 7,6% (podczas gdy w czerwcu br. oczekiwali dynamiki PKB w tym roku na poziomie 7,8%), a w 2014 r. – na poziomie 7,4% (wobec czerwcowych oczekiwań w wysokości 7,8%). W porównaniu z czerwcem ub. r. obniżono również prognozy inflacji w 2013 i 2014 r. i obecnie oczekuje się, że inflacja w tych latach wyniesie odpowiednio 2,7% i 3,1% (wobec czerwcowych oczekiwań na poziomie, odpowiednio, 3,0% i 3,5%).

Oczekuje się, że przyspieszenie dynamiki PKB w III kw. br. nie będzie trwałe i począwszy od IV kw. br. Chiny odnotują już nieco niższe tempo wzrostu PKB. Wydaje się, że działania rządowe podjęte w III kw. br. w celu podtrzymania dynamiki PKB na poziomie zapewniającym osiągnięcie założonego celu dla wzrostu gospodarczego w 2013 r. (7,5%) miały jednorazowy, interwencyjny charakter. W listopadzie br. odbędzie się trzecia sesja plenarna partii 18. KC KPCh, w trakcie której przedmiotem obrad mają być najważniejsze kwestie polityczne wymagające całościowych reform. Oczekuje się, że władze chińskie podejmą wysiłki w celu rozwiązania głównych problemów strukturalnych w chińskiej gospodarce (m. in. nadmiar zdolności produkcyjnych w niektórych sektorach, nierównowagi finansowe, w tym rozwój równoległego sektora bankowego – patrz Równoległy sektor bankowy w Chinach (s. 57), czy boom na rynku nieruchomości), co w krótkim okresie może oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki PKB. Ponadto ożywienie w otoczeniu zewnętrznym Chin nie jest zbyt silne. Wprawdzie popyt ze strony gospodarek rozwiniętych umocnił się w ostatnich miesiącach, jednak koniunktura w krajach EM, które w ostatnich latach stały się istotnym odbiorcą chińskiego eksportu, pozostaje dość słaba. W takiej sytuacji trudno oczekiwać, że dynamika eksportu powróci do odnotowywanych w przeszłości wartości dwucyfrowych (t/r),

choć nie można wykluczyć pewnego umiarkowanego ożywienia eksportu z Chin w kolejnych miesiącach (na co może wskazywać wrześniowy niewielki wzrost zamówień eksportowych wskaźnika PMI, po raz pierwszy od sześciu miesięcy).

Tabela 9. Prognozy makroekonomiczne dla Chin

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

* dane rzeczywiste

Równoległy sektor bankowy w Chinach

W ostatnich latach nasiliły się obawy dotyczące rozrostu tzw. równoległego systemu bankowego (ang. *shadow banking*) w Chinach. Wprawdzie nie istnieje jednolita definicja tego zjawiska, jednak Rada Stabilności Finansowej³⁴ (Financial Stability Board) definiuje równoległy system bankowy jako „system pośrednictwa kredytowego obejmujący podmioty i rodzaje działalności prowadzone (w pełni lub częściowo) poza normalnym systemem bankowym”. Na podstawie tej definicji do równoległego systemu bankowego można zaliczyć pożyczki udzielane przez fundusze powiernicze³⁵ (ang. *trust loans*), pożyczki udzielane sobie przez przedsiębiorstwa na zasadzie powiernictwa³⁶ (ang. *entrusted loans*), emisję obligacji korporacyjnych, w tym obligacji emitowanych przez spółki jednostek samorządu terytorialnego³⁷ (ang. *local government financing vehicles*), emisję weksli z akceptem³⁸, zarządzanie aktywami przez biura maklerskie, a także oferowane przez banki, często przy współpracy z funduszami powierniczymi, produkty zarządzania majątkiem (ang. *bank wealth management products*), czy wreszcie pożyczki udzielane w szarej strefie (ang. *underground loans*).

Dokładne rozmiary równoległego systemu bankowego w Chinach nie są znane ze względu na brak pełnych i spójnych danych oraz różnorodność definicji tego zjawiska i, co za tym idzie, uwzględnianie bądź nieuwzględnianie pewnych typów działalności kredytowej w ramach poszczególnych definicji. Według szacunków Credit Suisse (2013) i UBS (2012), całkowita wartość kredytu udzielonego do końca 2012 r. w ramach równoległego systemu bankowego wynosiła 44% PKB. Szczególnie silny wzrost skali tego typu działalności nastąpił w ostatnich 4 latach (por. Wykres 70).

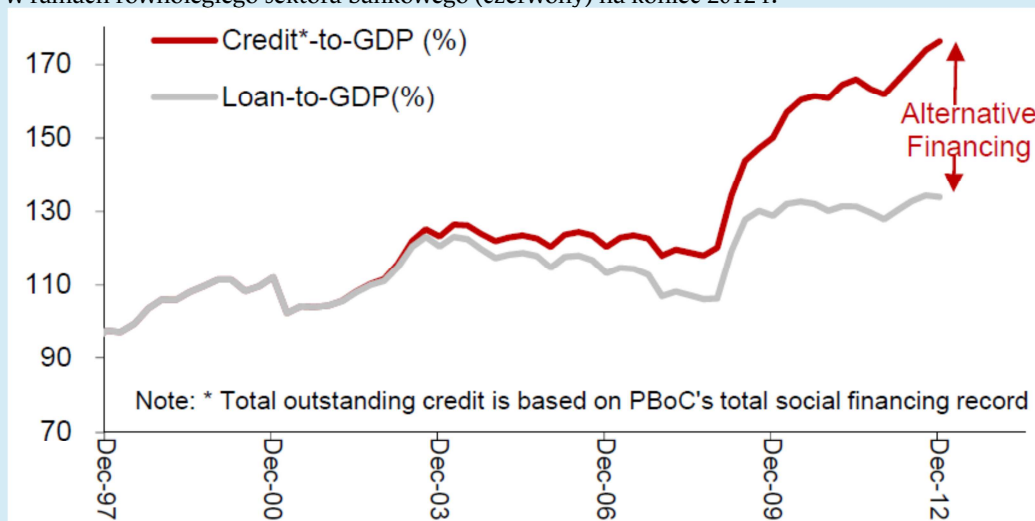
Dlaczego w ostatnich latach nastąpił gwałtowny rozrost równoległego systemu bankowego w Chinach? Oprócz typowych przyczyn, takich jak innowacje finansowe czy arbitraż regulacyjny (tj. celowe przenoszenie działalności finansowej do obszarów, gdzie obowiązują luźniejsze regulacje) analitycy UBS (2012) wymieniają czynniki specyficzne dla Chin: 1) wysoki poziom stopy rezerw obowiązkowych (obecnie 18,0% wartości depozytów), który skłania banki do wyprowadzania depozytów poza bilans (np. do produktów *wealth management*); 2) administracyjne racjonowanie kredytów oraz istnienie górnego limitu dla wskaźnika kredytów do depozytów, ograniczające skalę akcji kredytowej banków oraz skłaniające banki do sekurytyzacji udzielonych kredytów i przenoszenia ich poza bilans; 3) zachęcanie samorządów przez władze centralne do prowadzenia inwestycji infrastrukturalnych, przy jednoczesnym utrzymywaniu przez chiński bank centralny administracyjnych ograniczeń skali akcji kredytowej banków komercyjnych, co skutkowało wzrostem zadłużenia samorządów z tytułu emisji obligacji przez spółki samorządowe; 4) ścisła kontrola wielkości kredytu udzielanego przez banki komercyjne samorządom i innym ryzykownym podmiotom, przy jednoczesnych wymaganiach ze strony władz zwiększenia kredytowania gospodarki przez te banki oraz zachęcaniu banków do inwestowania w obligacje i sekurytyzowane produkty tychże ryzykownych podmiotów.

³⁴ Międzynarodowa organizacja koordynująca działalność organów nadzoru rynku finansowego i wydająca rekomendacje w zakresie regulacji.

³⁵ Niebankowe instytucje finansowe, które pozyskują fundusze od inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, a następnie inwestują je w konkretne projekty.

³⁶ W Chinach bezpośrednie pożyczki pomiędzy przedsiębiorstwami są zabronione, natomiast dozwolone są pożyczki, w których bank jest pośrednikiem (agentem) jednego przedsiębiorstwa (pryncypała), którego depozyt następnie pożyczka innemu przedsiębiorstwu wskazanemu przez pryncypała. Często duże państwowe firmy w branżach o nadmiernych zdolnościach produkcyjnych, mające jednocześnie łatwy dostęp do kredytu, zaciągają kredyty nie na inwestycje, ale by udzielać pożyczek (o znacznie wyższej stopie procentowej) mniejszym firmom, pozbawionym dostępu do kredytu.

Wykres 70. Udział w PKB (%) kredytu bankowego (szary) oraz całkowitego kredytu po uwzględnieniu pożyczek w ramach równoległego sektora bankowego (czerwony) na koniec 2012 r.



Źródło: Credit Suisse (2013)

Gwałtowny rozwój równoległego systemu bankowego jest niebezpieczny dla stabilności finansowej i makroekonomicznej Chin gdyż system ten jest mało przejrzysty i nie jest objęty tak ścisłym nadzorem i rygorystycznymi regulacjami jak tradycyjny sektor bankowy. Ponadto pomiędzy podmiotami z sektora *shadow banking* i bankami komercyjnymi istnieją bardzo wąskie powiązania i problemy powstałe w systemie równoległym mogą wywołać kryzys w tradycyjnym sektorze bankowym i *vice versa*, z negatywnymi skutkami dla poziomu inwestycji i wzrostu gospodarczego. Przykładowo, w przypadku pęknięcia bańki cenowej na rynku nieruchomości, problemy ze spłatą kredytu przez mocno zadłużonych deweloperów dotknęłyby trusty inwestujące na rynku nieruchomości, powodując ich niewypłacalność. Oznaczałoby to nie tylko ograniczenie dostępności kredytu na rynku *shadow banking*, ale prawdopodobnie także ograniczenie akcji kredytowej banków komercyjnych. Banki te bardzo często zajmowały się bowiem pozyskiwaniem funduszy dla trustów od inwestorów indywidualnych poprzez swoje placówki. Biorąc pod uwagę duże zaangażowanie banków w tego typu działalność, jest prawdopodobne, że musiałyby one ponieść część strat w celu zapobieżenia niepokojom społecznym. Gwałtowne zmniejszenie akcji kredytowej w równoległym i normalnym systemie bankowym miałyby negatywne skutki dla inwestycji i wzrostu gospodarczego.

Bibliografia:

Credit Suisse (2013), *China: Shadow banking – Road to heightened risks*, 22 February.

UBS (2012), *Risks in China's Shadow Banking*, Macro Keys, UBS Investment Research, 16 October.

³⁷ Spółki te są zakładane przez samorzady w celu pozyskania kapitału na kosztowne projekty infrastrukturalne lub mieszkaniowe (jednostki samorządu terytorialnego w Chinach nie mogą zaciągać pożyczek bezpośrednio). Środki na inwestycje spółki uzyskują poprzez zaciąganie kredytów bankowych, emisję akcji i obligacji lub pożyczki od funduszy powierniczych (trustów).

³⁸ Poprzez akcept bankierski bank dłużnika zobowiązuje się do zapłacenia określonej sumy pieniężnej bankowi wierzyciela.

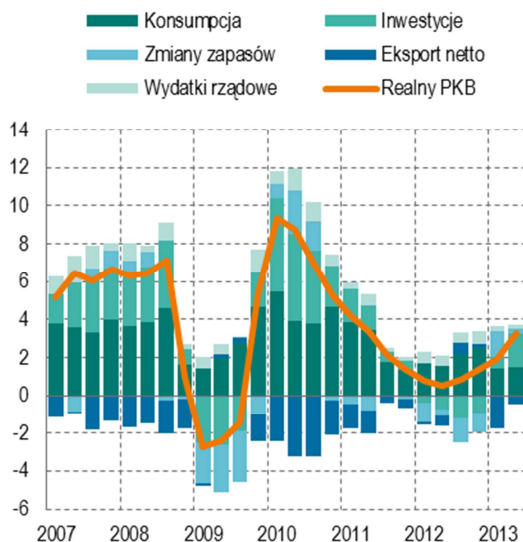
Brazylia

- **Przyspieszenie popytu inwestycyjnego możliwe dzięki rządowym programom pomocy kredytowej.**
- **Rekordowe zbiory soi dynamizują wzrost produkcji i eksportu rolnego.**
- **Wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych nadal silnie ograniczane wysoką inflacją.**
- **Oczekiwane utrzymanie się wysokiej inflacji i spowolnienie dynamiki PKB w 2014r.**

Wzrost gospodarczy

Roczne tempo wzrostu PKB przyspieszyło w II kw. br. i wyniosło 3,3% r/r (wobec 1,9% w I kw. br.). Nastąpiło to pod wpływem silnego wzrostu nakładów inwestycyjnych oraz dzięki poprawie salda wymiany handlowej. Natomiast dynamiki wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych oraz spożycia zbiorowego okazały się niższe niż w poprzednich kwartałach.

Wykres 71. Roczne zmiany PKB w Brazylii wg głównych kategorii popytu



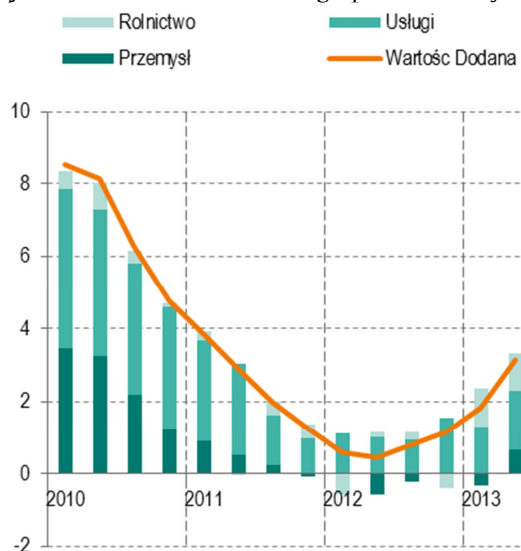
Źródło: IBGE

Po czterech kwartałach spadku popytu inwestycyjnego, w I poł. br. nastąpiło jego przyspieszenie. Inwestycje były najważniejszym elementem

wzrostu gospodarczego w II kw. br. Wzrosły one o 9% r/r (wobec 3% r/r w I kw. br.), na co decydujący wpływ miały rosnące inwestycje w sektorze budowlanym oraz energetycznym, wspierane przez rządowe programy pomocy kredytowej skierowanej zarówno do przemysłu jak i gospodarstw domowych.

Pomimo korzystnych uwarunkowań na rynku pracy oraz utrzymującej się na wysokim poziomie dynamiki akcji kredytowej, wzrost wydatków gospodarstw domowych był nadal relatywnie słaby i wyniósł 2,3% r/r w II kw. br. (wobec 2,1% r/r w I kw. br.). Decydującym czynnikiem był tu spadek siły nabywczej brazylijskich gospodarstw domowych spowodowany silnym wzrostem cen, w szczególności cen żywności i transportu, oraz pogorszeniem nastrojów konsumenckich wskutek niepokojów społecznych, które miały miejsce w lipcu br.

Wykres 72. Wartość dodana w gospodarce Brazylii



Źródło: IBGE

Negatywny wpływ salda wymiany handlowej z zagranicą został znacznie ograniczony w II kw. br. z uwagi na przyspieszenie eksportu, który wzrósł w tym okresie o 6,3% r/r (wobec spadku o 5,7% r/r w I kw. br.). Zostało

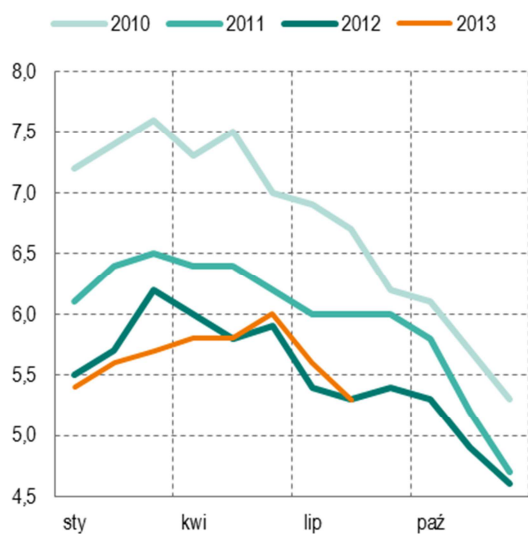
to spowodowane w dużej mierze przez czynnik jednorazowy, jakim były rekordowe zbiory soi, co wpłynęło na wzrost eksportu tego surowca. Jednakże spowolnienie popytu ze strony głównych partnerów handlowych Brazylii (głównie Chin oraz Argentyny) oraz stopniowa utrata konkurencyjności spowodowana rosnącą inflacją nadal ograniczały dynamikę brazylijskiego eksportu.

Struktura PKB od strony podażowej wskazywała, że w II kw. br. decydujący dla przyspieszenia tempa wzrostu PKB był wzrost produkcji w rolnictwie i przemyśle.

Rynek pracy

W II kw. br. stopa bezrobocia w Brazylii utrzymywała się na historycznie niskich poziomach. Pomimo, że jej poziom na koniec kwartału wzrósł nieznacznie z 5,7% w marcu br. do 6,5% w czerwcu br. to według danych *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística* (IBGE) spadł on ponownie do 5,3% w sierpniu br.

Wykres 73. Stopa bezrobocia



Źródło: IBGE

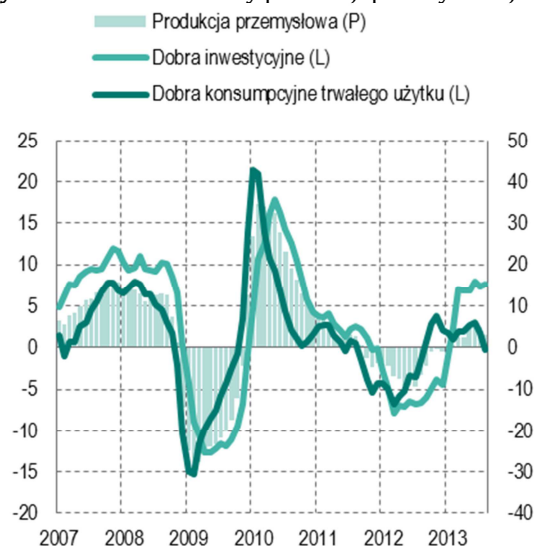
Dynamika zatrudnienia w II kw. br., pomimo że niższa w porównaniu z ub.r., nadal kształtowała się na poziomie porównywalnym z I kw. br. sięgającym 1% r/r.

Utrzymującej się niskiej stopie bezrobocia towarzyszył od początku br. spadek wynagrodzeń realnych; w I poł. br. wyniósł on ponad 3% r/r. Przy pozytywnej dynamice wynagrodzeń nominalnych, wynikało to przede wszystkim z wysokiej inflacji.

Koniunktura przedsiębiorstw

Po przyspieszeniu w II kw. br., w lipcu i sierpniu br. dynamika produkcji przemysłu ogółem wyraźnie osłabiała się. Było to wynikiem spadku tempa wzrostu produkcji dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, natomiast podtrzymująco oddziaływała dynamika produkcji dóbr inwestycyjnych (por. Wykres 74).

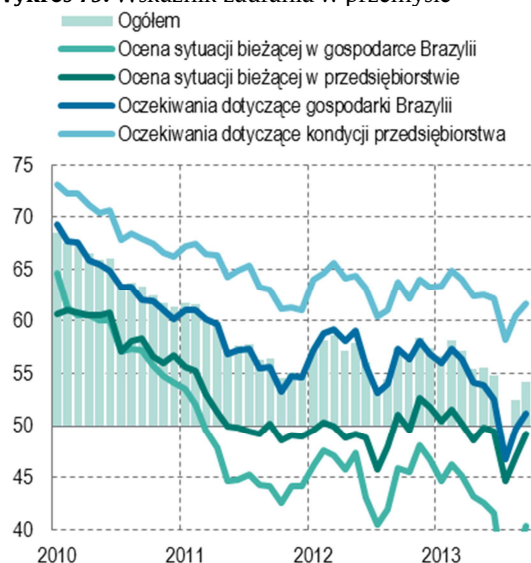
Wykres 74. Realne zmiany produkcji przemysłowej



Źródło: IBGE

Wskaźniki zaufania kół biznesu mogą sugerować poprawę perspektyw produkcji przemysłowej. Od sierpnia br. ogólny wskaźnik zaufania *Índice de Confiança do Empresário Industrial* (ICEI) ponownie przekroczył poziom 50 pkt. co wskazuje na ekspansję w przemyśle. Stało się tak dzięki poprawie oczekiwań które obejmują zarówno sytuację przedsiębiorstw jak i ogólnie gospodarki Brazylii. Natomiast oceny sytuacji bieżącej są nadal poniżej poziomu 50 pkt.

Wykres 75. Wskaźnik zaufania w przemyśle



Źródło: CNI

Koniunktura konsumencka

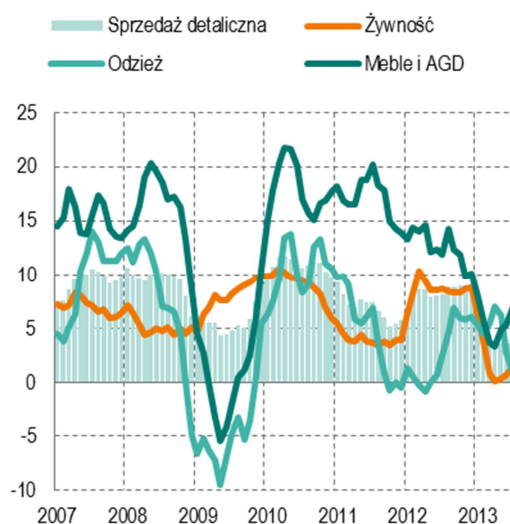
Dane dotyczące sprzedaży detalicznej w II kw. br. potwierdziły słabość wydatków gospodarstw domowych. Sprzedaż detaliczna wzrosła w II kw. br. jedynie o 3,6% r/r i o 4,2% r/r w lipcu br. co jest słabym wzrostem wobec przeciętnej dynamiki przekraczającej 8% w ub.r.

Podobnie jak w I kw.br. decydujący wpływ na spowolnienie sprzedaży detalicznej miał silny wzrost cen żywności. W konsekwencji w I i II kw. br. dynamika sprzedaży żywności w supermarketach nie przekroczyła 1% r/r. W przypadku pozostałych kategorii dóbr spadek dynamiki sprzedaży był mniejszy.

Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej jest spójny z systematycznie pogarszającymi się nastrojami brazylijskich konsumentów. W lipcu br. wskaźnik zaufania konsumentów *Índice de Confiança do Consumidor* (ICC) spadł do poziomów porównywalnych z końcem 2009 r. kiedy odrabiał on straty po załamaniu na przełomie 2008 r. i 2009 r. Na tak niskie zaufanie konsumentów wpływ miały pogarszające się oceny sytuacji bieżącej, co było w decydującej mierze

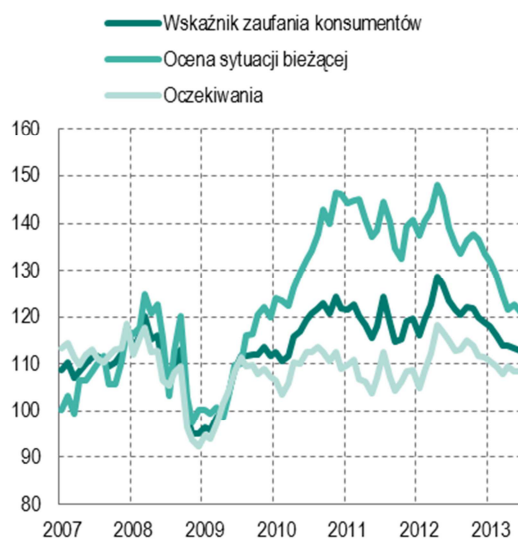
spowodowane rosnącymi cenami żywności, podwyżką cen transportu oraz niepokojami społecznymi tym wywołanymi.

Wykres 76. Realne zmiany sprzedaży detalicznej po wyłączeniu samochodów i materiałów budowlanych



Źródło: IBGE

Wykres 77. Wskaźnik zaufania konsumentów

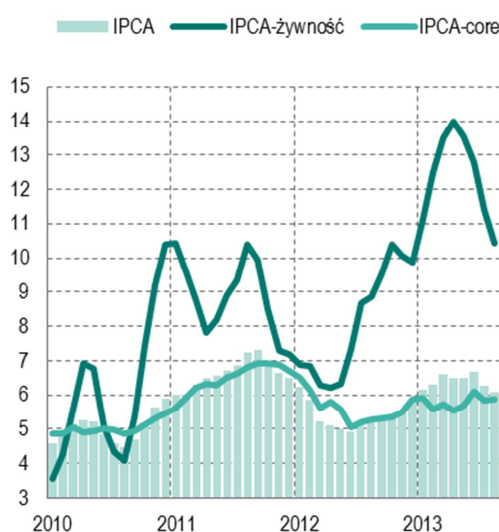


Źródło: FGV

Inflacja

W czerwcu br. inflacja mierzona wskaźnikiem IPCA (*Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo*) przekroczyła górną granicę celu inflacyjnego Banku Centralnego Brazylii osiągając 6,7% w skali rocznej. W następnych miesiącach jej poziom spadł poniżej górnej granicy celu, jednak w sierpniu nadal przekraczała ona 6% w skali roku.

Wykres 78 Roczne zmiany wskaźnika cen konsumpcyjnych (IPCA)



Źródło: IBGE

Głównymi przyczynami wysokiej inflacji był wzrost cen żywności oraz wzrost cen artykułów wyposażenia domowego na co wpływ miała deprecjacja reala wobec dolara amerykańskiego. Wysokie ceny żywności oraz historycznie niska stopa bezrobocia odbiły się również na cenach usług, które rosły relatywnie szybko w badanym okresie. Jednak dzięki wysiłkom administracji państwa polegających na obniżkach cen energii, odłożeniu niektórych podwyżek cen regulowanych oraz wprowadzeniu niższych stawek podatkowych na

szereg towarów, inflacja bazowa utrzymywała się na stosunkowo stabilnym poziomie.

Prognozy

Po lepszym od oczekiwań wzroście gospodarczym w II kw. br., osiągniętym dzięki wysokiej dynamice nakładów inwestycyjnych, analitycy instytucji finansowych uczestniczący w ankiecie Banku Centralnego Brazylii podwyższyli prognozy wzrostu PKB dla 2013 r. do 2,4% (wobec średnio 2,2% na miesiąc przed publikacją danych za II kw. br.). Oczekuje się, że inwestycje, dzięki ulgom podatkowym oraz subsydiowanym pożyczkom dla przedsiębiorstw, pozostaną do końca roku czynnikiem napędzającym wzrost gospodarczy Brazylii.

Taka struktura wzrostu w br. rzutuje jednak negatywnie na 2014 r., kiedy czynniki napędzające wzrost inwestycji w br. wygasną i wzrost PKB będzie w decydującej mierze opierał się na stosunkowo słabej konsumpcji. Oczekuje się, że dynamika konsumpcji nadal będzie ograniczana wysoką inflacją. Nie przewiduje się bowiem wyraźnego obniżenia inflacji w 2014 r., pomimo oczekiwanego utrzymania restrykcyjnej polityki pieniężnej i oczekiwanej stabilizacji kursu reala względem dolara amerykańskiego. Czynnikiem w kierunku wzrostu cen będą między innymi spodziewane podwyżki cen regulowanych, które zostały odłożone w br. ze względu na wysoki wzrost cen żywności. W efekcie, podwyższeniu prognoz na br. towarzyszyło obniżenie prognoz wzrostu na 2014 r.; aktualnie analitycy instytucji finansowych oczekują wzrostu PKB na poziomie 2,2% w 2014 r. (wobec średnio 2,5% na miesiąc przed publikacją danych za II kw. br.).

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania, można się spodziewać, że bilans ryzyk dla prognoz wzrostu PKB w 2014 r. jest ujemny.

Tabela 10 Prognozy makroekonomiczne dla Brazylii

	2013	2014	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
realny PKB, % r/r						
IMF (WEO 10.2013)	2,5	2,5	-	-	-	-
JPMorgan Chase	2,3	2,3	2,1	1,8	1,7	1,9
Morgan Stanley	2,1	1,7	1,8	1,5	1,9	0,6
Acciones y Valores Comisionista de Bolsa SA	3,3	3,6	2,3	2,5	3,1	3,4
Banco SICREDI	2,7	2,1	3	2,6	2,5	1,5
Capital Economics	2,8	2,2	2,4	2,3	2,2	2,2
Gradual Investimentos	2,6	2,3	2,6	2,4	-	-
Icatu Vanguarda Administracao de Recurso	2,7	2,4	3	2,7	-	-
Inflacja IPCA, % r/r						
IMF (WEO 10.2013)	6,3	5,8	-	-	-	-
JPMorgan Chase	6,3	6,2	5,8	5,8	6,1	5,7
Morgan Stanley	6,2	6,1	6,1	5,8	5,8	5,8
Acciones y Valores Comisionista de Bolsa SA	6	5,7	6,2	6	6,3	6
Banco SICREDI	5,7	5,9	5,9	5,7	5,8	5,9
Capital Economics	6	5	5,9	5,3	5	4,6
Gradual Investimentos	5,8	5,9	5,9	5,8	-	-
Icatu Vanguarda Administracao de Recurso	5,8	6	6	5,8	-	-

Źródło: Bloomberg (ankieta październik 2013r.)

Rosja

- **Dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego w II kw. br. i oznaki stabilizacji w III kw. br.**
- **We wrześniu br. dynamika r/r produkcji przemysłowej przyspieszyła do poziomu najwyższego od kwietnia br., jednak nadal pozostaje na niskim poziomie.**
- **Nastroje w przemyśle przetwórczym nadal słabe, ale w sektorze usług lekka poprawa nastrojów w III kw. br.**
- **W III kw. dynamika r/r sprzedaży detalicznej ustabilizowała się na dość niskim poziomie.**
- **Sytuacja na rosyjskim rynku pracy ostatnio pogorszyła się, choć nadal nie jest zła.**
- **W ostatnich kilku miesiącach lekki spadek inflacji.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

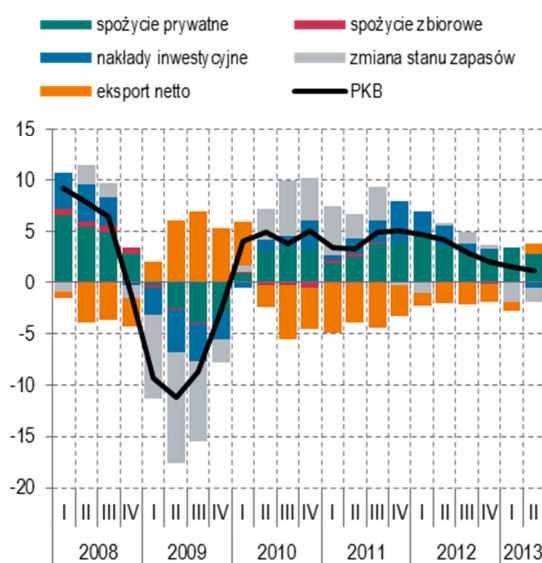
W II kw. br. spowolnienie gospodarcze w Rosji dalej pogłębiało się. Dostępne miesięczne dane za okres lipiec-wrzesień br. sugerują jednak, że w III kw. br. dynamika PKB ustabilizowała się. W okresie tym nastąpiło lekkie odbicie produkcji przemysłowej, choć nastroje firm z sektora przetwórczego nadal pogarszały się. Po spadkach w poprzednich kwartałach, w III kw. br. roczna dynamika sprzedaży detalicznej ustabilizowała się, choć na relatywnie niskim poziomie. Poprawiły się jednak nastroje wśród firm z sektora usług. Na rynku pracy sytuacja pogarszała się w ostatnich miesiącach, choć nadal nie jest ona zła na tle wielu innych gospodarek, a inflacja uległa lekkiemu obniżeniu w związku z malejącymi cenami żywności. W kolejnych kwartałach można oczekiwać stopniowego przyspieszenia dynamiki PKB, jednak skala ożywienia będzie raczej skromna i będzie w dużym stopniu uzależniona od koniunktury globalnej, w tym zwłaszcza cen ropy.

Wzrost gospodarczy

Wstępne dane dot. rosyjskiego PKB za II kw. 2013 r. wskazują na jego spowolnienie do 1,2% r/r wobec 1,6% r/r w I kw. 2013 r. Dynamika PKB obniżała się w ostatnich kilku kwartałach w związku ze słabnącymi inwe-

stycjami przedsiębiorstw oraz spadkami zapasów, podczas gdy spożycie gospodarstw domowych pozostawało relatywnie odporne na pogarszanie się koniunktury gospodarczej (Wykres 79).

Wykres 79. 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 i budownictwie oraz w transporcie i łączności.

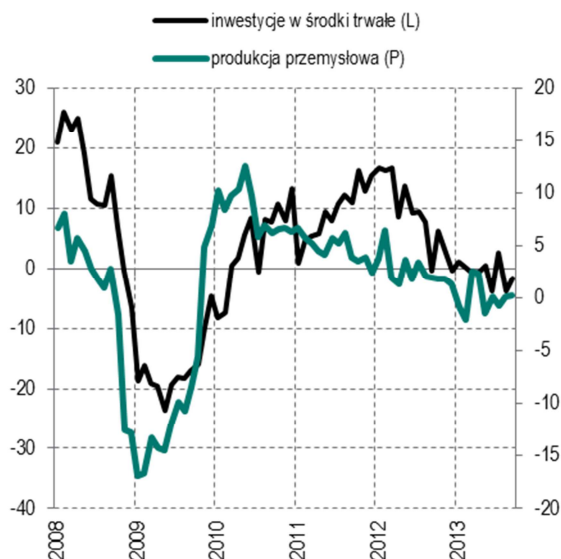
Koniunktura bieżąca

Dane z sektora przemysłowego wskazują na niewielkie odbicie produkcji w ostatnich miesiącach.

We wrześniu br. roczna dynamika produkcji przemysłowej (0,3%) przyspieszyła do poziomu najwyższego od kwietnia br., choć nadal pozostaje na niskim poziomie. Przyspieszenie dynamiki we wrześniu br. wynikało z przyspieszenia dynamiki produkcji w sektorze zaopatrzenia w energię elektryczną, gaz i wodę. Jednocześnie nastąpiło pogłębienie się spadków w ujęciu r/r w

sektorze przetwórczym oraz spowolnienie wzrostów r/r w sektorze wydobywczym.

Wykres 80. Dynamika inwestycji w środki trwałe i produkcji przemysłowej w Rosji



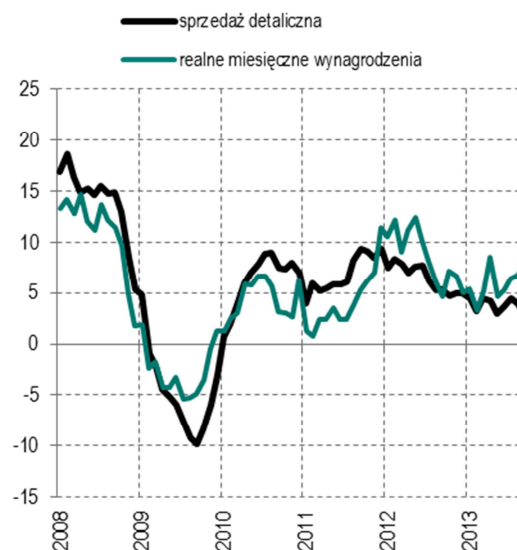
Źródło: dane Reuters Ecowin

W ostatnim okresie nastroje firm w sektorze przetwórczym pogarszały się. We wrześniu br. wskaźnik PMI (HSBC Markit) trzeci miesiąc z rzędu znalazł się poniżej progu 50 punktów i wyniósł, podobnie jak w sierpniu br., 49,4 punktu. Przeciętny odczyt dla III kw. br. (49,3 punktu) był najniższym od IV kw. 2009 r. We wrześniu br. miał miejsce minimalny wzrost produkcji oraz nowych zamówień krajowych, natomiast zamówienia eksportowe obniżyły się po raz pierwszy od 5 miesięcy. Tempo redukcji zatrudnienia utrzymało się na jednym z najwyższych poziomów obserwowanych w ostatnich 4 latach.

Po wyraźnym pogorszeniu w czerwcu-lipcu br., kiedy to wskaźnik PMI Services obniżył się do poziomu poniżej 50 punktów, w sierpniu-wrzeźniu br. koniunktura w rosyjskim sektorze usług uległa poprawie. Wskaźnik PMI services wyniósł we wrześniu 51,5 punktu wobec 51,8 w sierpniu br. Jednocześnie jednak średnia dla III kw. (50,7) była najniższa od II kw. 2009 r.

Po kilku kwartałach spadków, w III kw. br. przeciętna miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej w ujęciu r/r nieco wzrosła w III kw. br., kształtując się na poziomie 3,8% wobec 3,6% w II kw. br. Jednocześnie jednak, we wrześniu br. dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 3,0% r/r (wobec 4,0% r/r w sierpniu br.), tj. do najniższego poziomu od lutego 2010 r. (por. Wykres 81).

Wykres 81. Dynamika sprzedaży detalicznej i miesięcznych realnych wynagrodzeń w Rosji



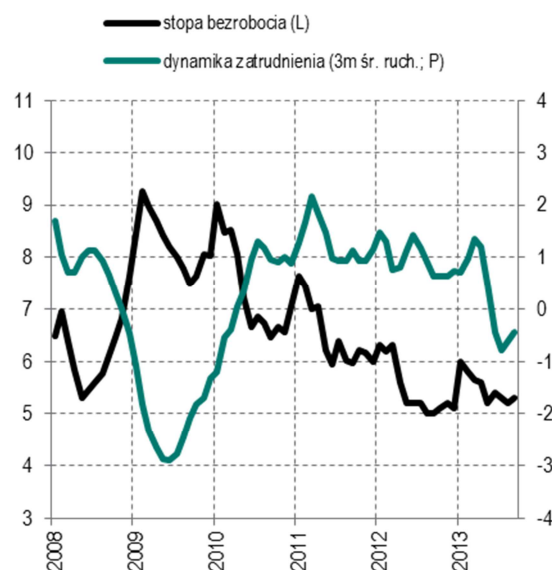
Źródło: dane Reuters Ecowin

Wrześniowe dane sugerują zatem, że choć w IV kw. br. można oczekiwać dalszego umacniania się sprzedaży detalicznej, tempo tego umocnienia będzie raczej łagodne. Konsumpcję gospodarstw domowych w IV kw. br. powinien wspierać solidny wzrost realnych wynagrodzeń, a także nadal wysoka, choć stopniowo obniżająca się dynamika kredytu dla gospodarstw domowych. Dynamika wynagrodzeń istotnie przyspieszyła w ostatnim okresie (por. Wykres 81), jednak głównie ze względu na podwyżki w sektorze publicznym, podczas gdy dynamika wynagrodzeń w sektorze prywatnym obniżała się. Wydaje się więc, że impuls ze strony płac, wspierający dotychczas konsumpcję prywatną może się wkrótce wyczerpać, z negatywnym skutkiem dla dynamiki spożycia indywidualnego w 2014 r.

Rynek pracy

Sytuacja na rosyjskim rynku pracy uległa w ostatnim okresie pogorszeniu, choć nadal nie jest zła. Stopa bezrobocia jest niska (5,3% we wrześniu br.), jednak od maja br. roczna dynamika zatrudnienia kształtuje się na ujemnym poziomie (Wykres 82).

Wykres 82. Stopa bezrobocia i dynamika zatrudnienia w Rosji

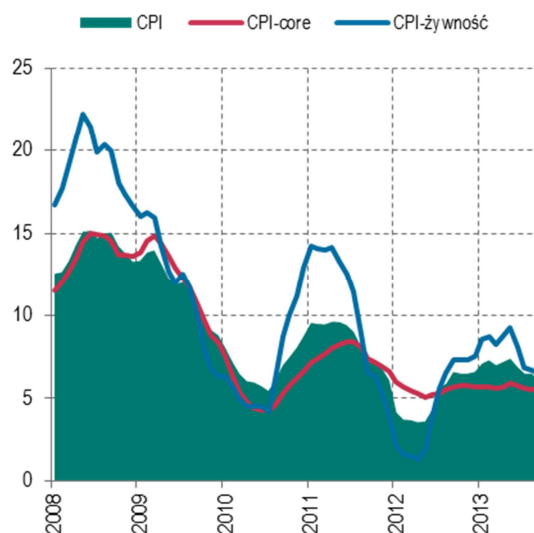


Źródło: dane Reuters EcoWin

Inflacja

W ostatnich kilku miesiącach inflacja uległa lekkiemu obniżeniu. Po osiągnięciu w maju br. lokalnego szczytu na poziomie 7,4%, w kolejnych miesiącach inflacja spadała, a we wrześniu br. wyniosła 6,1%. (por. Wykres 83). Obserwowany ostatnio spadek inflacji wynikał głównie ze spadku dynamiki cen usług oraz cen żywności. Inflacja bazowa również uległa obniżeniu w ostatnich miesiącach (z 5,9% r/r w maju br. do 5,5% w sierpniu i wrześniu br.).

Wykres 83. Inflacja CPI w Rosji



Źródło: dane Reuters EcoWin

Prognozy

W ostatnim okresie wyraźnie obniżono prognozy wzrostu gospodarczego w Rosji w 2013 i 2014 r. W październiku 2013 r. analitycy rynkowi oczekiwali (prognozy z ankiety Bloomberg), że wzrost PKB w Rosji w bieżącym roku wyniesie 1,9% podczas gdy w czerwcu br. oczekiwano wzrostu w 2013 r. na poziomie 2,8%. W 2014 r. oczekiwany jest wzrost w wysokości 2,8%, podczas gdy jeszcze w czerwcu było to 3,5%. Głównymi czynnikami ryzyka dla wzrostu gospodarczego w najbliższym okresie są: poziom cen ropy naftowej oraz trwający od dłuższego czasu odpływ kapitału z gospodarki rosyjskiej.

W październiku br. analitycy oczekiwali inflacji w bieżącym roku na poziomie 6,6%, a więc o 0,1 pkt. proc. wyższej niż w czerwcu br., natomiast inflacja w przyszłym roku oczekiwana jest na poziomie 5,4% ,o 0,2 pkt. proc. niższym niż oczekiwano w czerwcu br.

Tabela 11. Prognozy makroekonomiczne dla Rosji

	2013	2014	2015	II2013	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014
realny PKB, % r/r								
MFW (paź-13)	3,4*	1,5	3,5	-	-	-	-	-
OECD (maj-13)	3,4*	2,3	3,6	-	-	-	-	-
Bloomberg (paź-13)	3,4*	1,9	2,8	1,2*	1,8	2,2	2,4	2,7
CPI, % r/r								
MFW (paź-13)	5,5*	6,7	5,7	-	-	-	-	-
OECD (maj-13)	5,5*	6,6	5,4	-	-	-	-	-
Bloomberg (paź-13)	5,5*	6,6	5,4	7,2*	6,4*	5,9	5,6	5,4

* dane rzeczywiste

Indie³⁹

- W okresie kwiecień-czerwiec br. odnotowano dalsze spowolnienie, obejmujące wszystkie sektory gospodarki Indii.
- Najsłabsze wyniki notuje przemysł, którego produkcja w okresie kwiecień-czerwiec br. praktycznie nie zmieniła się wobec ub.r.
- Wskaźniki PMI w przetwórstwie przemysłowym i usługach sygnalizują pogarszanie się nastrojów wśród przedsiębiorców.
- W I poł. roku budżetowego 2013 inflacja WPI wyraźnie obniżyła się, jednak nadal pozostaje powyżej celu banku centralnego.
- W latach 2014-15 oczekuje się szybszego wzrostu gospodarczego w efekcie wdrożenia rządowego planu reform strukturalnych.

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

W I poł. br. obserwowane było dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego Indii. Równocześnie kraj doświadczył nagłego odpływu kapitału zagranicznego w reakcji na zapowiedź stopniowego ograniczania skali programu skupu aktywów (QE) przez FED z maja br. Wprawdzie impuls przyszedł z zewnątrz, jednak przyczyn powyższego zjawiska należy upatrywać w narastających od kilku lat nierównowagach w gospodarce kraju. Po pierwsze, nierozwiązanym problemem strukturalnym Indii pozostaje wciąż malejąca aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw, która negatywnie odbija się na perspektywach wzrostu gospodarczego. Napływające dane w coraz większym stopniu wskazują na to, że obecne spowolnienie będzie silniejsze niż wcześniej oczekiwano. Po drugie, Indie notują wysoki deficyt budżetowy oraz deficyt na rachunku bieżącym w bilansie płatniczym, co dodatkowo działa w kierunku osłabiania kursu rupii wobec dolara amerykańskiego.

Wzrost gospodarczy

W okresie kwiecień-czerwiec br., tj. w I kw. roku budżetowego 2013, gospodarka Indii odnotowała dalsze spowolnienie tempa wzrostu. Realny PKB (liczony w cenach czynników wytwórczych)⁴⁰ zwiększył się w tym czasie zaledwie o 4,4% r/r (po wzroście o 4,8% r/r w IV kw. roku budżetowego 2012), osiągając tym samym najniższą dynamikę wzrostu w ostatnich czterech latach.

Patrząc od strony podażowej, pogorszenie koniunktury gospodarczej w Indiach należy wiązać przede wszystkim z obniżoną aktywnością w przemyśle (Wykres 84). W okresie kwiecień-czerwiec 2013 r. wartość dodana w tym sektorze obniżyła się o 0,9% r/r, a więc jeszcze bardziej niż w analogicznym kwartale ub.r. (-0,2% r/r). Złożyły się na to gorsze wyniki w przetwórstwie przemysłowym (drugi spadek produkcji w ostatnich pięciu kwartałach) i górnictwie (trzeci kolejny spadek produkcji). Wyjątek stanowiła sekcja wytwarzania energii elektrycznej, w której produkcja ponownie zwiększyła się.

Natomiast w usługach i rolnictwie produkcja zwiększyła się w I kw. roku budżetowego 2013, choć w wolniejszym tempie niż w analogicznym kwartale ub.r. Jeśli chodzi o sektor usług, to było to wynikiem m.in. słabszej koniunktury w branży handlowej, hotelarsko-gastronomicznej oraz pośrednictwa finansowego. W przypadku rolnictwa spowolnienie dynamiki wzrostu produkcji było mniej odczuwalne z uwagi na korzystne warunki meteorologiczne (m.in. wielkość i rozkład opadów deszczu) panujące w porze monsunowej.

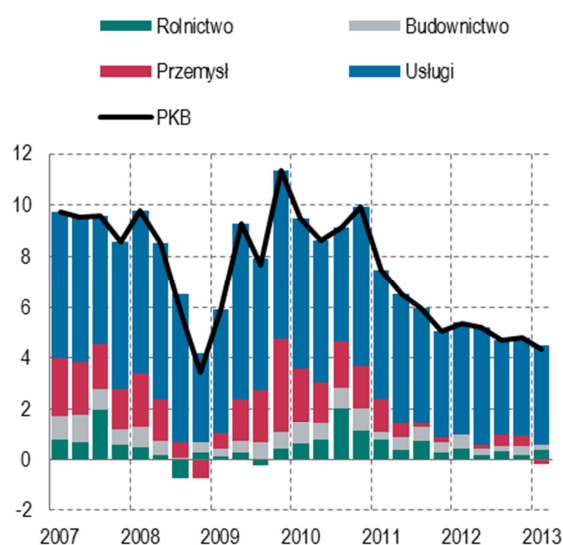
Z kolei analiza strony popytowej gospodarki Indii (Wykres 85) wskazuje, że najważniejszymi przyczynami obecnego spowolnienia są: obniżająca się dynamika nakładów brutto na środki trwałe oraz malejący popyt

³⁹ W Indiach rok budżetowy nie pokrywa się z rokiem kalendarzowym i obejmuje okres od 1 kwietnia br. do 31 marca następnego roku.

⁴⁰ W oficjalnych statystykach podawane są dwie wielkości PKB, tj. w cenach rynkowych oraz w cenach czynników wytwórczych, jednak władze krajowe rekomendują posługiwanie się tą drugą miarą, gdyż jest obciążona mniejszym błędem.

zagraniczny. W okresie kwiecień-czerwiec br. przedsiębiorstwa prywatne zmniejszyły inwestycje o 1,2% r/r, po wzroście o 4,0% r/r w II poł. ub.r. Na decyzje firm o zaniechaniu dalszych inwestycji wpływa w znacznym stopniu panująca atmosfera niepewności co do przyszłej polityki gospodarczej rządu Indii. Ma to bowiem związek z opieszałością władz krajowych we wdrażaniu zapowiadanych reform strukturalnych w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego.

Wykres 84. Dynamika realnego PKB: dekompozycja strony podaźowej (w pkt. proc.)

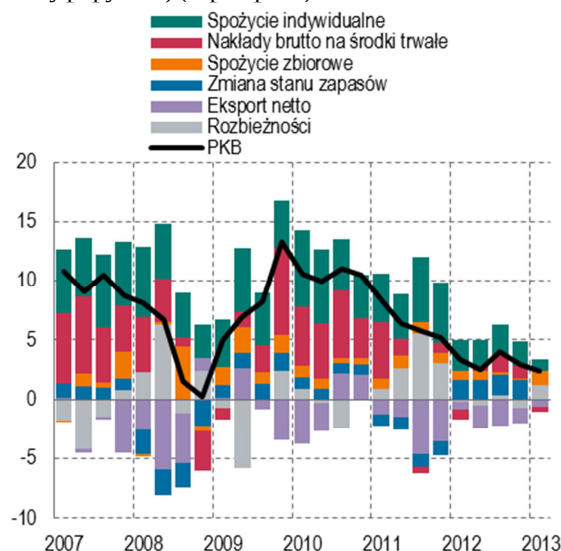


Źródło: India's Central Statistics Office

Obok niskiej aktywności inwestycyjnej do obecnego spowolnienia gospodarki Indii przyczynił się również spadający eksport towarów i usług. W okresie kwiecień-czerwiec br. wolumen sprzedaży zagranicznej ponownie obniżył się (-1,2% r/r), już po raz trzeci z rzędu. Z kolei import w dalszym ciągu wykazywał dodatnią dynamikę (0,7% r/r), co w konsekwencji doprowadziło do pogłębienia deficytu w handlu zagranicznym Indii w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. Co prawda, wstępne szacunki za okres lipiec-wrzesień br. pokazują, że ujemne saldo obrotów towarowych było mniejsze niż przed rokiem, z uwagi na przejściowy znaczny

wzrost dynamiki eksportu, jednak nadal skala nierównowagi zewnętrznej gospodarki kraju pozostaje duża⁴¹.

Wykres 85. Dynamika realnego PKB: dekompozycja strony popytowej (w pkt. proc.)



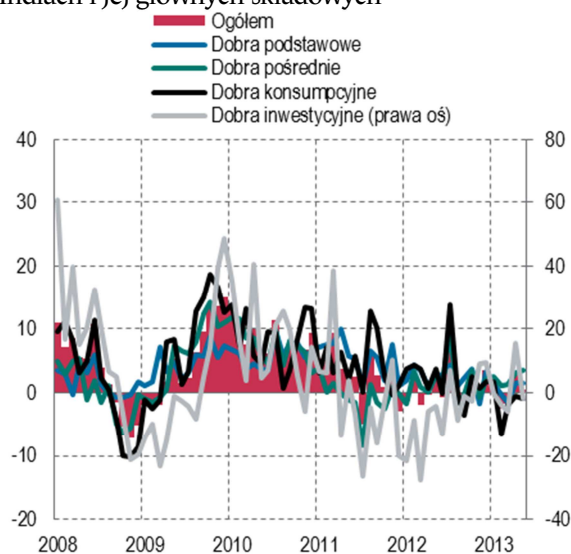
Źródło: India's Central Statistics Office

Produkcja przemysłowa i nastroje przedsiębiorców

W okresie kwiecień-sierpień br. produkcja przemysłowa w Indiach zwiększyła się zaledwie o 0,1% r/r wobec wzrostu o 0,2% r/r w analogicznym kwartale ub.r. Wzrosła produkcja tzw. dóbr podstawowych (ang. *basic goods*)⁴², dóbr pośrednich i inwestycyjnych, które stanowią łącznie ok. 70% produkcji ogółem. Spadła natomiast produkcja dóbr konsumpcyjnych, do czego przyczyniły się dobra trwałego użytku (Wykres 86).

⁴¹ W roku budżetowym 2012 relacja deficytu obrotów bieżących do PKB wyniosła -4,8%. W I kw. roku budżetowego 2013 wskaźnik ten wzrósł do -4,9%.

⁴² Do tej kategorii zalicza się m.in. paliwa, metale (np. żelazo, stal) oraz produkty chemiczne (np. soda, kwasy).

Wykres 86. Dynamika produkcji przemysłowej w Indiach i jej głównych składowych

Źródło: India's Central Statistics Office

Wykres 87. Wskaźniki PMI dla sektora przetwórstwa przemysłowego i usług w Indiach

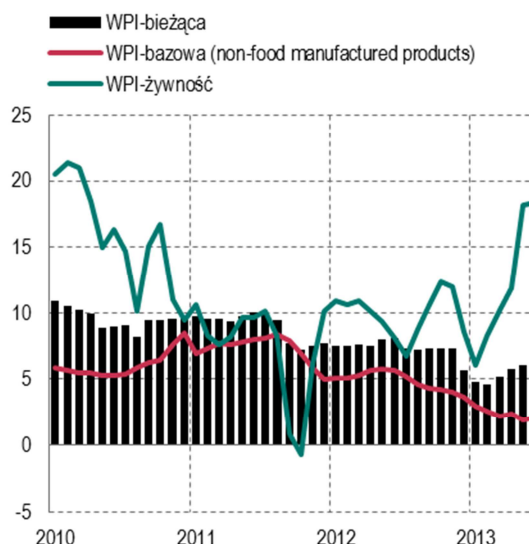
Źródło: Markit Economics

Niskiej dynamice produkcji przemysłowej w Indiach towarzyszą pogarszające się nastroje wśród przedsiębiorców. W sierpniu 2013 r. indeksy PMI w przetwórstwie przemysłowym i usługach spadły poniżej 50 pkt. (odpowiednio do poziomu 48,5 i 48,1 pkt.), podczas gdy w okresie kwiecień-czerwiec br. kształtowały się jeszcze powyżej tej granicy (Wykres 87). Głównym czynnikiem

negatywnie oddziałującym na nastroje indyjskich przedsiębiorców są niepewne perspektywy wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych, zwłaszcza w Chinach i Stanach Zjednoczonych.

Inflacja

W maju br. roczna stopa inflacji w Indiach, mierzona zmianą wskaźnika cen hurtowych (*WPI – Wholesale price index*), spadła do najniższego poziomu od ponad trzech lat (4,6%). W kolejnych miesiącach zaczęła rosnąć, pod wpływem wyższych cen żywności (głównie warzyw) i paliw, osiągając poziom 6,5% r/r we wrześniu br. (Wykres 88). Ostatecznie w I poł. roku budżetowego 2013 ceny w gospodarce kraju wzrosły przeciętnie o 5,5% r/r, podczas gdy w analogicznym okresie ub.r. zwiększyły się aż o 7,7%. Pomimo wyraźnego spadku, inflacja WPI znajduje się nadal zdecydowanie powyżej poziomu 3% uznawanego przez bank centralny Indii za średniookresowy cel polityki pieniężnej.

Wykres 88. Zmiana wskaźnika cen hurtowych (WPI) w Indiach

Źródło: India's Central Statistics Office

Inflacja bazowa w Indiach, mierzona zmianą wskaźnika cen przetworzonych artykułów nieżywnościowych⁴³, w I poł. roku budżetowego 2013 wyniosła 2,4% wobec 5,4% w analogicznym okresie ub.r. Było to wynikiem zarówno spowolnienia tempa wzrostu gospodarki kraju oraz malejącą presją na wzrost cen z uwagi na utrzymującą się słabość popytu konsumpcyjnego. Do spadku stopy inflacji bazowej przyczyniła się również polityka banku centralnego Indii, który w lutym 2012 r. drastycznie podniósł oficjalną stopę procentową (jednorazowo podwyżka o 375 pkt. bazowych do 9,5%), po czym w kolejnych miesiącach nieco ją obniżył, pozostawiając ją jednak na relatywnie wysokim poziomie⁴⁴.

Prognozy

Dostępne dane wskazują, że rok budżetowy 2013 upłynie najprawdopodobniej pod znakiem najwolniejszego tempa wzrostu gospodarki Indii w ostatnich latach. Natomiast w roku budżetowym 2014 gospodarka kraju powinna przyspieszyć, choć nie należy spodziewać się powrotu do średniej wieloletniej. Można spodziewać się, że obniżająca się dynamika wzrostu PKB w br. stanie się dla władz krajowych katalizatorem do wdrażania ogłoszonych reform strukturalnych w celu pobudzenia aktywności gospodarczej.

Pomimo spodziewanego ożywienia w gospodarce Indii w najbliższych latach, inflacja WPI powinna oscylować wokół poziomu z roku budżetowego 2013, tj. 6.0%. Będzie to wynikać z jednej strony z zakładanego raczej powolnego procesu poprawy aktywności gospodarczej w kraju, co w konsekwencji nie powinno generować silnej presji inflacyjnej. Z drugiej zaś strony czynnikiem stabilizującym poziom cen będzie m.in. polityka banku centralnego, nakierowana m.in. na ograniczenie skali deprecjacji kursu rupii wobec dolara amerykańskiego.

⁴³ W publikacjach banku centralnego Indii używany jest termin *non-food manufactured products*.

⁴⁴ W październiku br. główna stopa procentowa banku centralnego Indii była na poziomie 8,75%.

Tabela 12. Prognozy makroekonomiczne dla Indii

	2013	2014	2013Q3	2013Q4	2014Q1
Realny PKB w cenach czynników wytwórczych (% , r/r)					
Barclays (paź-13)	4,7	5,6	4,8	5,0	-
Bloomberg (paź-13)	4,7	6,1	4,8	4,8	4,8
Capital Economics (paź-13)	4,7	5,0	-	-	-
HSBC Holdings (paź-13)	4,0	5,5	3,8	4,1	4,6
Standard Chartered (paź-13)	4,7	5,3	5,0	4,7	4,9
Inflacja WPI (% , r/r)					
Barclays (paź-13)	5,7	6,0	5,8	6,0	-
Bloomberg (paź-13)	6,0	6,0	6,5	6,5	6,5
Capital Economics (paź-13)	6,2	6,5	-	-	-
HSBC Holdings (paź-13)	5,7	5,6	5,8	5,8	6,7
SPF* (paź-13)	6,0	5,5	6,5	6,5	5,8
OECD (paź-13)	5,6	6,7	-	-	-

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

Europa Środkowo-Wschodnia

- **Przyspieszenie tempa wzrostu PKB w II kw. 2013 r. Eksport netto nadal głównym czynnikiem wzrostu. Zatrzymanie spadku konsumpcji prywatnej.**
- **Dalszy wzrost produkcji przemysłowej i stale poprawiające się nastroje producentów.**
- **Bardzo powolna poprawa sytuacji na rynku pracy.**
- **Wzrost optymizmu konsumentów do tej pory jedynie nieznacznie wpłynął na ich decyzje zakupowe.**
- **Spadek inflacji do rekordowo niskich poziomów w wyniku niższej dynamiki cen energii i żywności. W 2014 oczekuje się stopniowego wzrostu inflacji.**
- **Oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu dopiero w 2014 r. w wyniku wzrostu popytu krajowego.**

Bieżące i oczekiwane tendencje w gospodarce

Pozytywne sygnały płynące z gospodarki strefy euro w decydującym stopniu odpowiadały za sytuację gospodarczą w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) w ostatnich miesiącach. II kw. 2013 r. przyniósł przyspieszenie tempa wzrostu w większości gospodarek regionu. W dalszym ciągu głównym motorem napędowym gospodarek regionu pozostawał eksport, aczkolwiek wkład eksportu netto nieco się zmniejszył w porównaniu z poprzednimi kwartałami. Wynikało to jednak z wyraźnego wzrostu importu, który zwiększył się w skali regionu po raz pierwszy od początku 2012 r. Dodatkowo, można było zauważyć powolne ograniczenie spadków popytu krajowego, zwłaszcza konsumpcji prywatnej, nawet pomimo niemal niezauważalnej poprawy sytuacji na rynkach pracy, co tłumaczyć można z jednej strony niską bieżącą i oczekiwaną inflacją, która wpływa na wzrost realnych dochodów do dyspozycji, a z drugiej, efektem niskiej bazy roku poprzedniego.

Nadal obserwowana była poprawa koniunktury w sektorze przemysłowym, wynikająca również z pozytywnych trendów w strefie euro. Dotyczyło to zarówno wzrostu produkcji przemysłowej, jak i stałej poprawy nastroju przedsiębiorców, co jednak do tej pory nie przełożyło się na wzrost popytu inwestycyjnego. Może to jednak być pozytywnym sygnałem dla wzrostu inwestycji w kolejnych kwartałach, zwłaszcza w 2014 r.

Poprawa wskaźników koniunktury, zarówno konsumenckiej, jak i przedsiębiorców, zdaje się sugerować, że w III kw. br. dynamika PKB powinna ponownie wzrosnąć, jednak najprawdopodobniej będzie to jedynie niewielki wzrost. Do trwałego przyspieszenia tempa wzrostu niezbędne wydaje się być silniejsze niż dotychczas obserwowane ożywienie w gospodarce strefy euro, a także wyraźne przełamanie stagnacji na rynku pracy. Wydaje się, że taka sytuacja może mieć miejsce najwcześniej w 2014 r., kiedy to oczekuje się już wyraźnego ożywienia zarówno popytu krajowego (głównie inwestycji), jak i dalszego wzrostu eksportu.

Wzrost gospodarczy

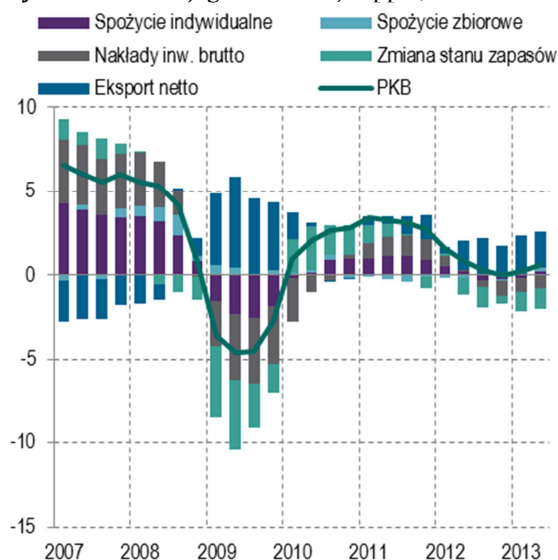
Roczna dynamika PKB⁴⁵ w regionie EŚW nieznacznie przyspieszyła w II kw. 2013 r. i wyniosła 0,6% wobec 0,3% w I kw. br. Wyższe tempo wzrostu PKB zaobserwowano niemal we wszystkich krajach regionu. Jego niewielki spadek miał miejsce jedynie w Bułgarii i Rumunii, natomiast w Estonii i na Słowacji roczne tempo wzrostu zostało utrzymane.

W dalszym ciągu najszybciej rozwijającymi się gospodarkami w regionie EŚW pozostawały Łotwa (4,6% r/r w II kw. br.) oraz Litwa (4,2%). W pozostałych krajach tempo wzrostu PKB nie przekraczało 1,4%. W Czechach, Chorwacji i Słowenii nadal można było zaobserwować spadek PKB, jednak skala recesji w II kw. 2013 r. w tych krajach wyraźnie się zmniejszyła. Warto

⁴⁵ Dane wyrównane sezonowo.

odnotować, że PKB na Węgrzech, po pięciu poprzednich kwartałach spadku wzrosło (0,1% r/r).

Wykres 89. PKB i jego składowe, w pp. r/r



Źródło: Eurostat

Głównym czynnikiem wzrostu w regionie EŚW pozostał eksport netto, aczkolwiek jego wkład do dynamiki PKB nieznacznie się zmniejszył w II kw. br. Spadek wkładu eksportu netto miał miejsce w Bułgarii, Chorwacji, Estonii, na Litwie i Węgrzech i wynikał przede wszystkim ze wzrostu dynamiki importu, aczkolwiek dynamika eksportu również wzrosła, choć w nieco mniejszym stopniu. W II kw. br. można było zauważyć również lekkie pobudzenie popytu krajowego. Skala spadku nakładów inwestycyjnych zmniejszyła się, a konsumpcja prywatna, po trzech kolejnych kwartałach spadku, nieznacznie wzrosła w ujęciu rocznym. Widoczne to było zwłaszcza w Czechach, na Słowacji i Węgrzech, gdzie konsumpcja prywatna w ujęciu rocznym wzrosła po raz pierwszy od IV kw. 2011 r. (na Słowacji po raz pierwszy od IV kw. 2010 r.).

Koniunktura w przemyśle

Lekki wzrost aktywności w sektorze przemysłowym w krajach EŚW można była zauważyć już od początku 2013 r. Po okresie spadku produkcji w II połowie 2012 r., od stycznia do sierpnia 2013 r. zwiększyła się ona o 2,3%. Sytuacja w poszczególnych krajach regionu była

jednak zróżnicowana. Relatywnie duży wzrost wolumenu produkcji miał miejsce w Czechach, Polsce, Rumunii, na Słowacji i Węgrzech⁴⁶, podczas gdy w pozostałych krajach sektor przemysłowy pozostawał w stagnacji lub wartość produkcji nadal się obniżała, zwłaszcza w Bułgarii i Chorwacji.

Wzrost produkcji przemysłowej w okresie styczeń-sierpień 2013 r. to wynik przede wszystkim utrzymującego się ożywienia w produkcji dóbr inwestycyjnych (m.in. samochodów w Polsce, Czechach i na Węgrzech, ale także urządzeń i maszyn). Relatywnie szybki wzrost produkcji miał miejsce również w sektorze dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku (zwłaszcza w Chorwacji, Polsce i Rumunii). Produkcja pozostałych towarów, zwłaszcza żywności i energii, rosła w mniejszym tempie, a produkcja przemysłu wydobywczego w regionie nawet się zmniejszyła.

Zwiększonej produkcji przemysłowej w II kw. br. towarzyszył również wzrost, aczkolwiek niewielki, dynamiki eksportu. Wynikało to przede wszystkim z rosnącego handlu z krajami UE-15, podczas gdy tempo wzrostu eksportu poza kraje UE cały czas spowalniało.

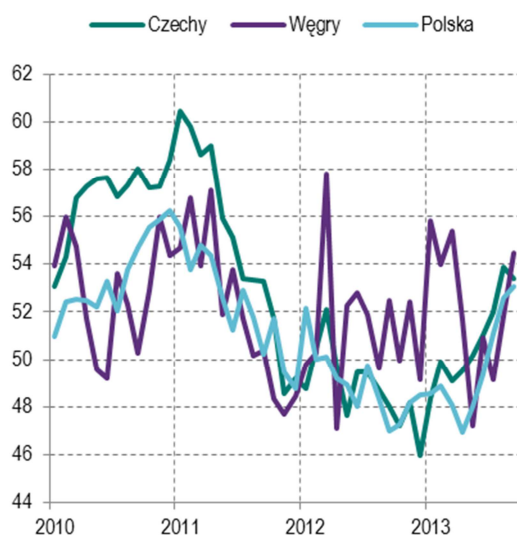
Wzrostowi aktywności w przemyśle w 2013 r. towarzyszyła poprawa nastrojów producentów. Wskaźniki indeksu PMI w przetwórstwie przemysłowym w trzech największych gospodarkach EŚW (Polska, Czechy, Węgry), począwszy od II kw. br. zaczęły wzrastać, a od lipca br. ich wartość przekraczała granicę 50 pkt., czyli wskazywała na wzrost aktywności w sektorze. Oznaczało to również, że poziom optymizmu przedsiębiorców we wrześniu br. był najwyższy od połowy 2011 r. Wskaźniki Komisji Europejskiej także wskazywały na poprawę sytuacji w regionie. Wartość zagregowanego wskaźnika⁴⁷ zaczęła rosnąć od początku 2013 r. Spośród 11 krajów regionu, jedynie w Bułgarii i na Łotwie wartość wskaźnika obniżyła się w analizowanym okresie. Poprawa indeksów zaufania wynikała przede wszyst-

⁴⁶ Największy wzrost produkcji przemysłowej miał miejsce w Czechach i na Węgrzech, jednak wynikało to w dużym stopniu z faktu załamania się produkcji w tych krajach w II połowie 2012 r.

⁴⁷ Średnia ważona dla 11 krajów EŚW, gdzie jako wagi przyjęto wartość dodaną w przemyśle.

kim 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.

Wykres 90. PMI w przetwórstwie przemysłowym



Źródło: Eurostat

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. Wydaje się zatem, że koniunktura w sektorze przemysłowym w najbliższych miesiącach również będzie zależeć od utrzymania korzystnych tendencji w gospodarkach strefy euro.

Rynek pracy

Sytuacja na rynku pracy w krajach regionu EŚW w 2013 r. poprawiła się zaledwie nieznacznie. Co prawda od stycznia do sierpnia br. stopa bezrobocia w większości krajów regionu spadła, jednak jedynie w Estonii i na Łotwie spadek ten był znaczący (odpowiednio 1,9 pp. i 1,2 pp.⁴⁸). W pozostałych krajach spadek stopy bezrobo-

cia był zdecydowanie niższy w tym okresie (nie przekraczał 0,5 pp.), a w Bułgarii, Rumunii i Słowenii liczba osób pozostających bez pracy nawet lekko zwiększyła się. Dodatkowo, na Litwie w lipcu i sierpniu br. można było zaobserwować wzrost stopy bezrobocia, co przeważało trwającą od początku 2010 r. tendencję spadkową.

Podobnie, jak miało to miejsce od początku 2013 r., w sierpniu br. najniższą stopę bezrobocia można było zaobserwować w Czechach (6,9%), Rumunii (7,5%) i Estonii (7,9%). W pozostałych krajach była już ona dwucyfrowa, a najwyższą odnotowano w Chorwacji (16,9%) oraz na Słowacji (14,0%). We wszystkich krajach EŚW były to poziomy zdecydowanie przewyższające te obserwowane 2008 r., a obserwowane w ostatnich miesiącach tempo spadku liczby osób bezrobotnych sugeruje, że najbliższych latach stopy bezrobocia w krajach regionu nawet nie zbliżą się do poziomów obserwowanych przed wybuchem globalnego kryzysu.

Wykres 91. Zharmonizowana stopa bezrobocia w sierpniu 2013 r. w krajach EŚW, w %



* lipiec 2013, ** czerwiec 2013

Źródło: Eurostat

⁴⁸ Dla Estonii dane dla okresu styczeń – lipiec br., a Łotwy styczeń – czerwiec br.

Koniunktura konsumencka

Podobnie jak w przypadku nastrojów w przemyśle, również nastroje konsumentów poprawiły się w 2013 r. Od stycznia do września 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. We wrześniu 2013 r. wartość zagregowanego wskaźnika dla całego regionu⁴⁹ osiągnęła najwyższą wartość od ponad 3 lat.

Na poprawę nastrojów konsumentów wpłynęła z jednej strony stale obniżająca się 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. Dodatkowo, od połowy 2013 r. zaczęły poprawiać się oceny przewidywanej w najbliższych 12 miesiącach sytuacji na rynkach pracy.

Znacząca poprawa wskaźników optymizmu konsumentów jedynie częściowo przełożyła się na ich decyzje zakupowe. Od stycznia do sierpnia 2013 r. wolumen sprzedaży detalicznej w regionie EŚW zwiększył się o 0,5%, a jego wyraźny wzrost miał miejsce tylko w Bułgarii, na Litwie i Węgrzech. Jednak już w lipcu i sierpniu br. wzrost wolumenu obrotów w handlu detalicznym można było zaobserwować niemal we wszystkich krajach regionu. Wydaje się zatem, że istnieje spora szansa, że rosnący optymizm konsumentów przełoży się na zwiększoną konsumpcję w II połowie 2013 r., co z kolei powinno wpłynąć na przyspieszenie tempa wzrostu PKB w regionie.

Największym zagrożeniem dla wzrostu spożycia indywidualnego wydaje się cały czas utrzymujący się wysoki poziom zadłużenia gospodarstw domowych, co cały czas rzutuje na niski popyt na kredyt konsumpcyjny.

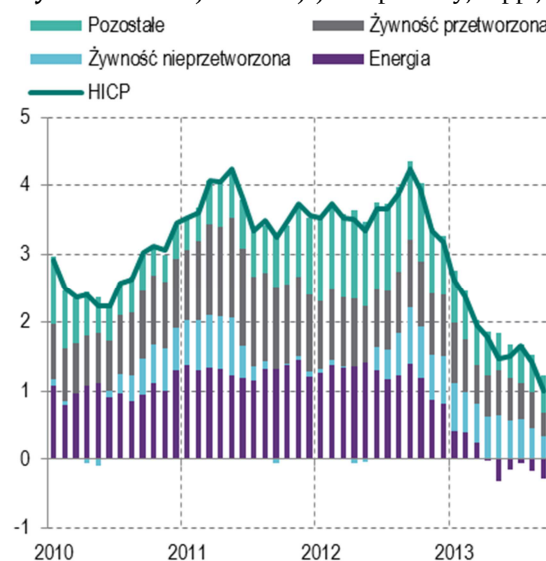
⁴⁹ Średnia ważona wielkością konsumpcji prywatnej w 11 krajach EŚW.

Inflacja

W krajach EŚW już od IV kw. 2012 r. można zauważyć silny i niemal ciągły spadek dynamiki zharmonizowanego indeksu cen konsumpcyjnych - HICP (z wyjątkiem krótkotrwałego wzrostu inflacji w czerwcu i lipcu br., który wynikał jednak z czynników jednorazowych). Roczna dynamika HICP w skali całego regionu wyniosła we wrześniu br. 1,0%, wobec 2,6% w styczniu 2013 r. i 4,2% we wrześniu 2012 r. Oznaczało to, że inflacja w regionie spadła do najniższego poziomu od momentu rozpoczęcia publikacji statystyk HICP dla krajów EŚW.

Spadek inflacji miał miejsce niemal we wszystkich krajach regionu. Szczególnie duży był on w Bułgarii i Rumunii, gdzie dynamika HICP od stycznia do września br. zmniejszyła się o 4 pp.

Wykres 92. Inflacja HICP i jej komponenty, w pp., r/r



Źródło: Eurostat

Za spadek inflacji w regionie w dotychczasowym okresie 2013 r. odpowiadały przede wszystkim czynniki o charakterze podażowym, czyli ceny energii i żywności. W skali całego regionu dynamika cen energii obniżyła się o 4,6 pp., a żywności o niemal 3 pp. od stycznia do września br. Łącznie obie te kategorie odpowiadały za spadek dynamiki HICP o 1,4 pp. w tym okresie.

Inflacja bazowa również miała wpływ na obniżenie inflacji ogółem, jednak był on zdecydowanie mniejszy, zwłaszcza w ostatnich miesiącach analizowanego okresu. O ile w okresie styczeń-maj 2013 r. zmniejszyła się ona o 0,4 pp., to już w kolejnych miesiącach spadki te się zatrzymały. Od maja do września br. kształtowała się ona na niezmiennym poziomie, jednak był on najniższy od listopada 2010 r. Niski, z historycznego punktu widzenia, poziom inflacji bazowej sugeruje, że presja popytowa w krajach regionu pozostawała słaba. Z drugiej strony, zatrzymanie tendencji spadkowej, może, podobnie jak dane dotyczące bieżącej koniunktury konsumpcyjnej, sugerować, że od początku II połowy 2013 r. aktywność zakupowa gospodarstw domowych powoli zaczyna wzrastać.

Pomimo podobnych tendencji w kształtowaniu się ścieżki zmian inflacji, w dalszym ciągu istniała istotna różnica w jej poziomach w poszczególnych krajach. We wrześniu br. najniższą inflację można było zaobserwować w Bułgarii (-1,4%) i na Łotwie (-0,4%). Były to jedyne kraje regionu, w których dynamika cen spadła w ostatnich miesiącach poniżej zera. Z kolei najwyższą inflacją charakteryzowały się Estonia (2,6%), Chorwacja (1,7%) i Węgry (1,6%), jednak nawet w przypadku tych gospodarek, obserwowana od połowy 2013 r. dynamika HICP i tak była zdecydowanie niższa niż w poprzednich latach.

Prognozy

Pomimo zauważalnego ożywienia w gospodarkach EŚW w II kw. 2013 r., nie należy oczekiwać, że dynamika PKB w najbliższych kwartałach zdecydowanie przyspieszy. Wydaje się, że wzrost PKB pozostanie relatywnie niewielki do momentu wyraźnego zwiększenia aktywności gospodarczej w strefie euro. Wpłynęłoby to zarówno na przyspieszenie dynamiki eksportu, jak i pośrednio na wzrost popytu krajowego. Ostatnie prognozy wskazują, że sytuacja taka będzie miała miejsce dopiero w 2014 r., natomiast dynamika PKB w 2013 r. jedynie nieznacznie wzrośnie w porównaniu z ubiegłym rokiem.

Zarówno w 2013, jak i 2014 r. najszybszy wzrost PKB będzie miał miejsce w krajach bałtyckich. Z kolei w Czechach, Chorwacji i Słowenii oczekuje się utrzymania ujemnej dynamiki PKB w bieżącym roku (aczkolwiek skala spadku zmniejszy się). W przypadku Słowenii, oczekuje się, że PKB będzie się obniżać również w 2014 r.

Ożywienie konsumpcji prywatnej, które zaobserwowano już w II kw. br. było do tej pory niewielkie i wydaje się, że wynikało ono po części również z efektów niskiej bazy 2012 r. Dopóki sytuacja na rynkach pracy nie zacznie poprawiać się w bardziej zdecydowany sposób, wzrost aktywności gospodarstw domowych będzie niewielki. Niepewność co do trwałości ożywienia gospodarczego w 2013 r. będzie również miała wpływ na nakłady inwestycyjne. W 2013 r. oczekuje się ich dalszego spadku, a dopiero w przyszłym roku przedsiębiorstwa zaczną inwestycje na większą skalę. Pomimo oczekiwanego wzrostu w obrotach w handlu zagranicznym, wkład jego salda do dynamiki PKB będzie się w najbliższych kwartałach powoli obniżać, przede wszystkim w wyniku wzrostu importu.

Oczekiwany wzrost popytu krajowego powinien być stymulowany poprzez oczekiwaną poprawę na rynkach pracy, akomodacyjną politykę monetarną, a także łagodzenie działań konsolidacji fiskalnej, które w poprzednich latach wyraźnie ograniczały wzrost konsumpcji i inwestycji. Z drugiej strony, akcja kredytowa nie powinna znacząco przyspieszyć. Zadłużonej podmioty krajowe w dalszym ciągu nie będą zbyt zainteresowane nowymi pożyczkami, zwłaszcza krótkoterminowymi, a regulacje bankowe pozostaną relatywnie restrykcyjne.

Dodatkowo, rynki finansowe krajów EŚW, podobnie jak innych krajów wschodzących, są silnie narażone na zmiany globalnej awersji do ryzyka. Oznacza to, że w przypadku spadku zaufania inwestorów zagranicznych (m.in. wskutek zahamowania akcji wspierających płynność sektora finansowego przez główne banki centralne), możliwe wydaje się zatrzymanie napływu kapitału zagranicznego, a nawet jego odpływ (co można było już zaobserwować na przełomie II i III kw. 2013 r.), co wpłynęłoby na zaburzenie procesu ożywienia w gospo-

darkach regionu, zwłaszcza w tych najbardziej zadłużonych i nie cieszących się zaufaniem inwestorów (Chorwacja, Słowenia, Węgry).

Tabela 13 Prognozy dla gospodarek Europy Środkowo – Wschodniej

	PKB					CPI				
	2012	2013		2014		2012	2013		2014	
		paź-13	kwi-13	paź-13	kwi-13		paź-13	kwi-13	paź-13	kwi-13
Bulgaria	0,8	0,5	1,2	1,6	2,3	2,4	1,4	2,1	1,5	1,9
Chorwacja	-2,0	-0,6	-0,2	1,5	1,5	3,4	3,0	3,2	2,5	2,3
Czechy	-1,2	-0,4	0,3	1,5	1,6	3,3	1,8	2,3	1,8	1,9
Estonia	3,9	1,5	3,0	2,5	3,2	4,2	3,5	3,2	2,8	2,8
Litwa	3,6	3,4	3,0	3,4	3,3	5,7	2,4	2,1	3,0	2,5
Łotwa	5,6	4,0	4,2	4,2	4,2	2,3	0,7	1,8	2,1	2,1
Polska	1,9	1,3	1,3	2,4	2,2	3,2	1,3	1,9	2,1	2,0
Rumunia	0,7	2,0	1,6	2,2	2,0	3,7	1,4	4,6	2,0	2,9
Słowacja	2,0	0,8	1,4	2,3	2,7	3,3	4,5	1,9	2,8	2,0
Słowenia	-2,5	-2,6	-2,0	-1,4	1,5	3,7	1,7	1,8	2,0	1,9
Węgry	-1,7	0,2	0,0	1,3	1,2	2,6	2,3	3,2	1,8	3,5
EŚW	0,7	0,9	1,1	2,0	2,1	3,3	1,9	2,5	2,1	2,3

Źródło: IMF WEO, październik 2013

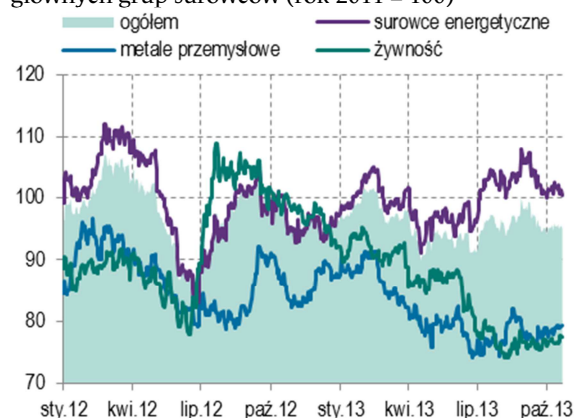
Rynki surowcowe

- W III kw. br. zróżnicowanie tendencji na głównych rynkach surowcowych uległo wyraźnemu pogłębieniu.
- Wzrostowi cen paliw (głównie ropy naftowej) towarzyszyło pogłębienie się spadkowej tendencji na rynkach surowców nieenergetycznych.
- Wzrost cen ropy nastąpił głównie pod wpływem rosnących zakłóceń w podaży i wyższego ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie.
- W III kw. br. korygowane były w górę prognozy cen ropy. Nadal jednak większość z nich wskazuje, że w najbliższych kwartałach ceny ropy będą stopniowo się obniżały.
- Obniżenie się cen ropy w kolejnych kwartałach może nastąpić głównie pod wpływem osłabienia popytu w gospodarkach rozwijających się i rosnącej podaży w USA.

W III kw. br. indeks cen surowców Standard & Poor's był o 3% wyższy w porównaniu z II kw. br., do czego przyczynił się wzrost cen paliw (o 7% kw/kw). Natomiast ceny surowców nieenergetycznych czwarty kolejny kwartał kontynuowały tendencję spadkową. W III kw. obniżyły się one o 6% (po spadku o 7% w II kw. br.). Najsilniejsze spadki obserwowane były na rynkach produktów rolnych (średni spadek o 11% kw/kw). Przyczynił się do tego szczególnie głęboki spadek cen kukurydzy, jaki nastąpił w lipcu br. pod wpływem poprawy perspektyw zbiorów w USA. Obniżyły się także ceny pozostałych głównych zbóż – pszenicy i soi.

Ceny metali przemysłowych obniżały się nadal pod wpływem pogarszających się perspektyw dla gospodarki światowej, w tym przede wszystkim dla rozwijających się gospodarek Azji. Największe spadki miały miejsce na rynkach aluminium i miedzi, które najsilniej związane są z aktywnością sektora przemysłowego w Chinach. Średnie ceny aluminium obniżyły się do poziomów obserwowanych poprzednio w połowie 2009 r., a więc w okresie kiedy światowy przemysł pogrążony był w recesji.

Wykres 93. Wskaźniki Standard & Poor's GSCI cen głównych grup surowców (rok 2011 = 100)



Źródło: Bloomberg

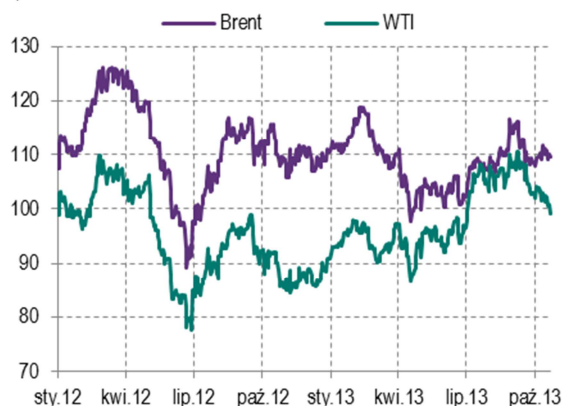
Na początku IV kw. br. (październik 2013 r.) powstrzymana została spadkowa tendencja na rynkach surowców nieenergetycznych. Ceny metali oraz głównych produktów rolnych ustabilizowały się na obniżonych poziomach. Natomiast do obniżenia się indeksów cen paliw przyczyniły się przede wszystkim niższe notowania ropy WTI w związku z przedłużającymi się sporami wokół budżetu federalnego USA.

Ropa naftowa

Tendencje bieżące

Średnia cena baryłki ropy Brent wyniosła w III kw. br. 110 USD (wzrost o 6% kw/kw), a baryłki ropy WTI – 106 USD (wzrost o 12% kw/kw). Tak więc ceny ropy ukształtowały się wyraźnie powyżej oczekiwań z czerwca br.⁵⁰ Co więcej, ceny ropy WTI osiągnęły najwyższy poziom od czasu upadku banku Lehman Brothers.

⁵⁰ Prognoza Departamentu Energii z czerwca br. wskazywała, że ceny ropy Brent ukształtują się w III kw. na poziomie 102 USD/b a ceny ropy WTI na poziomie 92 USD/b, a więc zbliżonym do obserwowanego w II kw. br.

Wykres 94. Ceny ropy Brent i WTI (USD/b)

Źródło: Bloomberg

Do wzrostu cen ropy w III kw. br. przyczyniło się przede wszystkim zwiększenie skali zakłóceń w produkcji ropy oraz wzrost ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie. W lipcu br., według szacunków Departamentu Energii USA (DE) zakłócenia w produkcji ropy osiągnęły poziom 2,7 mln b/d (tj. najwyższy co najmniej od początku 2011 r., tj. od czasu, kiedy DE rozpoczął monitorowanie poziomu zakłóceń podaży). We wrześniu zakłócenia wzrosły do 3,0 mln b/d, z czego 2,4 mln b/d przypadało na kraje OPEC.

Największy wpływ na wzrost cen miały zakłócenia w Kanadzie (najważniejszy dostawca ropy do USA) oraz w Libii. W czerwcu i lipcu br., w wyniku powodzi, produkcja ropy w Kanadzie zmniejszyła się o 200 tys. b/d. Spowodowało to wzrost cen ropy WTI powyżej 100 USD/b i zmniejszenie się premii ropy Brent wobec WTI (19 lipca br. ceny obu gatunków zrównały się).

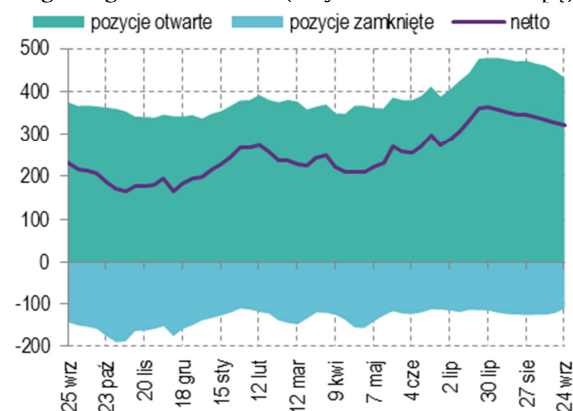
Najsilniejszy spadek produkcji ropy miał miejsce w Libii. W wyniku pogłębiającego się kryzysu politycznego w tym kraju, w sierpniu i wrześniu br. dostawy libijskiej ropy zmniejszyły się o ponad 1 mln b/d, a więc w podobnej skali, jak podczas wojny w tym kraju w 2011 r.

W tym samym okresie nastąpił znaczny wzrost ryzyka geopolitycznego związany z przewrotem wojskowym w Egipcie (który ma duże znaczenie dla tranzytu ropy naftowej) oraz eskalacją wojny domowej w Syrii i obawami o rozszerzenie się konfliktu na inne kraje regio-

nu. W tych warunkach, w końcu sierpnia br. cena ropy Brent wzrosła do 117 USD/b, a cena ropy WTI do 110 USD/b.

Oddalenie wizji zewnętrznej interwencji wojskowej w Syrii oraz zwiększenie produkcji ropy przez Arabię Saudyjską w celu zrekompensowania spadków dostaw z Libii, wpłynęło w połowie września br. na obniżenie się cen ropy. W kolejnych tygodniach ceny ropy Brent względnie się ustabilizowały, podczas gdy kryzys budżetowy w USA wpłynął w I poł. października br. na obniżenie się cen ropy WTI (od 21 października br. kształtują się one poniżej 100 USD/b).

Zakłócenia produkcji ropy w Kanadzie oraz obniżające się wyraźnie zapasy w USA spowodowały w lipcu br. wzrost popytu na kontrakty terminowe ze strony inwestorów finansowych. Według danych *Commodity Futures Trading Commission* pozycja netto inwestorów finansowych wzrosła w końcu lipca br. do najwyższego poziomu w historii.

Wykres 95. Pozycja inwestorów spoza sektora paliwowego na giełdzie NYMEX (w tys. kontraktów na ropę)

Źródło: Commodity Futures Trading Commission

W kolejnych tygodniach popyt na kontrakty na ropę stopniowo się obniżał, głównie z powodu realizacji zysków przez część inwestorów. Kolejne wydarzenia wpływające na wzrost cen (w tym zakłócenia w dostawach ropy z Libii oraz wojna domowa w Syrii) traktowane były przez inwestorów jako krótkookresowe i nie wpłynęły na wzrost popytu na kontrakty. Odzwierciedla to wzrost skali backwardation (tzn. sytuacji kiedy

ceny kontraktów o krótszych terminach zapadalności są wyższe niż kontraktów o dłuższych terminach) towarzyszący wzrostowi cen bieżących⁵¹.

Popyt

W III kw. br. światowa konsumpcja ropy i produktów naftowych wzrosła o 1,1 mln b/d w porównaniu z rokiem poprzednim (podczas gdy w czerwcu br. przewidywano wzrost popytu na paliwa płynne o 1,3 mln b/d). Co prawda wzrost popytu nadal skoncentrowany był przede wszystkim w krajach rozwijających się, to jednak konsumpcja paliw w tych gospodarkach, a przede wszystkim w krajach Azji, była niższa od oczekiwań⁵².

Ze względu na zmniejszający się systematycznie import ropy do USA (pod wpływem wzrostu produkcji), Chiny stały się we wrześniu br. największym importerem netto ropy naftowej, pomimo niższej dynamiki popytu (DE szacuje, że w 2013 r. średnia dynamika konsumpcji paliw wyniesie w tym kraju 420 tys. b/d).

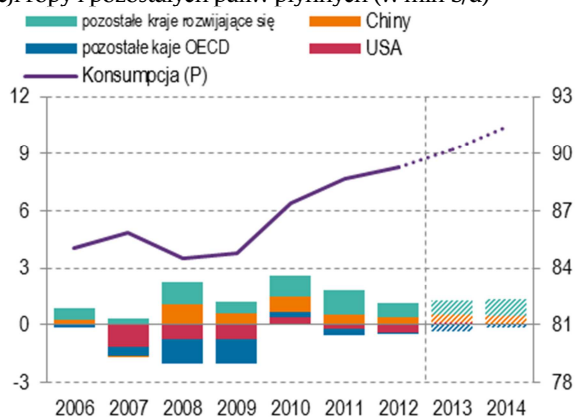
DE przewiduje, że światowa konsumpcja paliw wzrośnie w IV kw. 2013 r. o 1,0 mln b/d i o dalsze 1,2 mln b/d w 2014 r., głównie pod wpływem zwiększającego się popytu na paliwa w Chinach, na Bliskim Wschodzie oraz w Ameryce Południowej.

Niższy od oczekiwań wzrost konsumpcji paliw w Azji, w tym przede wszystkim w Chinach, nie wpłynął dotychczas na obniżenie prognoz. DE przewiduje, że konsumpcja ropy i pozostałych produktów naftowych w Chinach zwiększy się o 430 tys. b/d w 2014 r. Wzrost ten będzie jednak niższy w porównaniu z obserwowanym w poprzednich dziesięciu latach (w latach 2003-2012 popyt na ropę w Chinach rósł średnio o 510 tys. b/d rocznie).

⁵¹ Różnica pomiędzy kontraktami o 1 i 13-miesięcznej zapadalności wzrosła na początku września br. do 12 USD/b (3.09), tj. do poziomu historycznego maksimum.

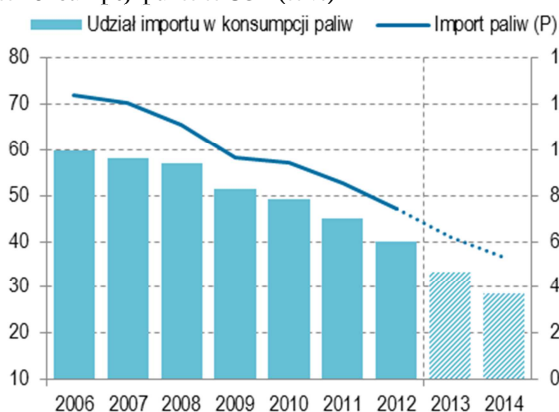
⁵² Według szacunków DE popyt na ropę w krajach rozwijających się zwiększył się w III kw. 2013 r. o 1,1 mln b/d; podczas gdy w czerwcu oczekiwano wzrostu o 1,8 mln b/d. Przyczynił się do tego przede wszystkim niższy wzrost popytu w Chinach oraz w pozostałych gospodarkach Azji. Z drugiej strony nastąpiła stabilizacja konsumpcji paliw w krajach rozwiniętych (podczas gdy oczekiwano spadku o 0,5 mln b/d).

Wykres 96. Poziom i roczne zmiany światowej konsumpcji ropy i pozostałych paliw płynnych (w mln b/d)



Źródło: Departament Energii USA

Wykres 97. Import paliw (w mln b/d) oraz udział importu w konsumpcji paliw w USA (w %)



Źródło: Departament Energii USA

Natomiast przewidywana konsumpcja ropy i pozostałych produktów naftowych w krajach OECD w IV kw. 2013 r. praktycznie nie zmieni się w porównaniu z rokiem poprzednim. W 2014 r. prawdopodobnie utrzyma się ona średnio na poziomie obserwowanym w br. Niewielki spadek konsumpcji w Europie i Japonii zostanie zrekompensowany przez wzrost popytu w USA i pozostałych gospodarkach rozwiniętych. W USA przewidywany jest przede wszystkim wzrost zużycia paliw destylowanych związanych z poprawiającą się aktywnością w sektorze przemysłowym. Natomiast poziom oczekiwanej konsumpcji benzyny silnikowej oraz paliwa lotniczego może w przyszłym roku ulec dalszemu obniżeniu. Wzrost efektywności nowych pojazdów będzie bowiem wyprzedzał wzrost podróży.

Niska dynamika popytu oraz szybki wzrost produkcji paliw w Stanach Zjednoczonych powoduje systematyczne obniżanie się importu paliw płynnych w tym kraju. Od czasu, jak w 2005 r. import paliw płynnych osiągnął rekordowy poziom 12,6 mln b/d, następuje jego systematyczny spadek. W 2012 r. import paliw obniżył się do 7,4 mln b/d, a prognozy DE wskazują, że w 2014 r. DE obniży się on do 5,3 mln b/d. Podobnie zmniejsza się udział importu w zużyciu paliw w USA. Podczas gdy w 2005 r. importowana ropa i produkty naftowe stanowiły ponad 60% konsumpcji paliw w USA, to w 2012 r. ich udział obniżył się do 40%. Oczekuje się, że w 2014 r. udział paliw importowanych w konsumpcji obniży się do 28%, tj. najniższego poziomu od 1985 r.

Podaż w krajach nienależących do OPEC

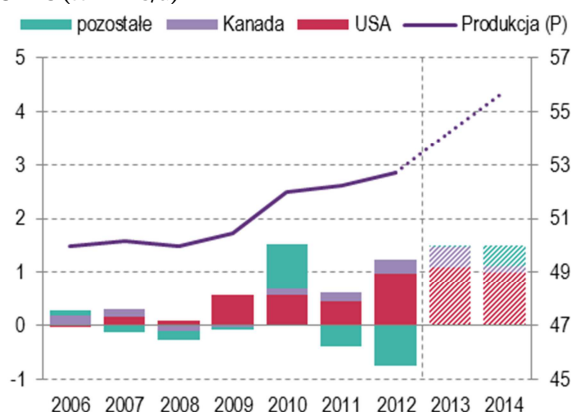
Produkcja ropy naftowej ze złóż łupkowych rośnie w Stanach Zjednoczonych szybciej od oczekiwań. W III kw. br. łączne wydobywanie ropy w USA (ze źródeł konwencjonalnych i niekonwencjonalnych) przekroczyło 7,5 mln b/d (było o 1,1 mln b/d wyższe w porównaniu z III kw. 2012 r.), osiągając najwyższy poziom od 1989 r. Wysoka dynamika produkcji skłoniła Departament Energii do podwyższenia prognoz dotyczących podaży ropy w tym kraju do 8,0 mln b/d na koniec br. i do 8,9 mln b/d na koniec 2014 r.

Istotny wzrost podaży ropy obserwowany jest także w Kanadzie w wyniku eksploatacji piasków bitumicznych. Oczekuje się, że dostawy ropy z tego kraju wzrosną w br. o 0,4 mln b/d. Tak więc zwiększenie produkcji ropy w Ameryce Północnej o 1,4 mln b/d i 1,1 mln b/d odpowiednio w 2013 i w 2014 r. będzie miało największy wpływ na dynamikę podaży w krajach nienależących do OPEC w dwóch najbliższych latach (DE szacuje, że produkcja ropy i pozostałych paliw płynnych zwiększy się w tej grupie krajów o 1,5 mln b/d zarówno w roku bieżącym, jak i w 2014 r.).

Natomiast w pozostałych regionach skala wzrostu wydobywania ropy pozostanie stosunkowo niewielka. Przewidywany wzrost produkcji ze złóż głębinowych w Brazylii u wybrzeży Oceanu Atlantyckiego, a także w

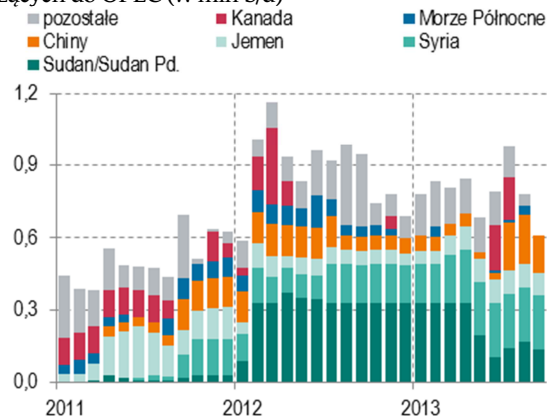
Malezji, tylko w niewielkim stopniu będzie rekompensował spadki dostaw ropy z regionu Morza Północnego oraz z krajów b. ZSRR.

Wykres 98. Poziom i roczne zmiany produkcji ropy i pozostałych paliw płynnych w krajach nienależących do OPEC (w mln b/d)



Źródło: Departament Energii USA

Wykres 99. Zakłócenia produkcji ropy w krajach nienależących do OPEC (w mln b/d)



Źródło: Departament Energii USA

W październiku br. rozpoczęło się (z ośmioletnim opóźnieniem) wydobywanie ropy z pola Kaszagan pod dnem kazachskiej strefy Morza Kaspijskiego. Jest to największe z odkrytych w ostatnich trzydziestu pięciu latach złóż ropy naftowej (potwierdzone zasoby ocenia się na 13 mld b). Mimo dużego potencjału, trudności techniczne oraz znaczny wzrost kosztów wydobywania stanowią przeszkodę w szybkim zwiększaniu produkcji. Oczekuje się, że dostawy ropy z Kaszaganu osiągną

poziom 180 tys. b/d w końcu 2013 r. i 370 tys. b/d do końca 2014 r.

W wrześniu br. nastąpiło zmniejszenie skali zakłóceń w podaży ropy naftowej w krajach nienależących do OPEC do 0,6 mln b/d (wobec blisko 1,0 mln b/d w lipcu br.). Wynikało to z przywrócenia produkcji do poziomu mocy produkcyjnych w Kanadzie, Brazylii i Kolumbii. Z drugiej strony powódzie w południowo-zachodniej i północnej części Chin wpłynęły na znaczne obniżenie wydobycia z pól Changqing i Daqing (o ok. 0,2 mln b/d).

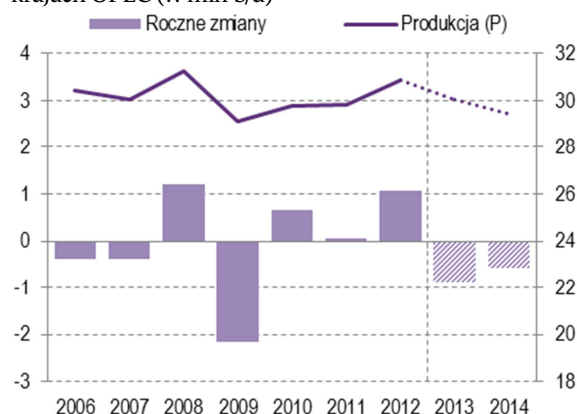
Oczekuje się, że w październiku br. nastąpi zmniejszenie skali zakłóceń w produkcji ropy naftowej, w wyniku wzrostu produkcji ropy w Chinach i Sudanie Południowym.

Podaż w krajach OPEC

W III kw. br. nastąpiło silne zmniejszenie produkcji ropy w krajach OPEC pod wpływem zakłóceń w dostawach z Libii, Nigerii i Iraku. Departament Energii USA szacuje, że w ich wyniku produkcja w tych krajach zmniejszyła się w okresie lipiec-wrzesień br. o ponad 1,5 mln b/d w porównaniu do wielkości mocy produkcyjnych. Największe znaczenie dla sytuacji na rynku ropy miały wydarzenia w Libii, gdzie w połowie września br. nastąpiło niemal całkowite wstrzymanie produkcji ropy. Powszechne protesty w kluczowych punktach infrastruktury naftowej Libii spowodowały wyłączenie z produkcji 1,2 mln b/d ropy. Sytuacja poprawiła się nieco w drugiej połowie września, po tym jak pola naftowe oraz porty w zachodniej Libii wznowiły działalność. Na koniec września skalę zakłóceń w produkcji libijskiej ropy szacowano na 930 tys. b/d.

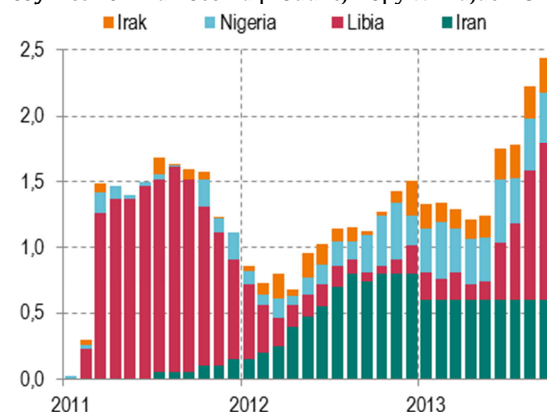
We wrześniu br. rozpoczęto planowane prace konserwacyjne w terminalach eksportowych w południowym Iraku, co spowodowało spadek dostaw ropy z tego kraju o blisko 450 tys. b/d w porównaniu z poprzednim miesiącem. Dodatkowo ze względu na kontynuowane ataki na rurociąg Kirkuk-Ceyhan między Irakiem a Turcją, dostawy irackiej ropy zmniejszyły się o 260 tys. b/d.

Wykres 100. Poziom i roczne zmiany produkcji ropy w krajach OPEC (w mln b/d)



Źródło: Departament Energii USA

Wykres 101. Zakłócenia produkcji ropy w krajach OPEC



Źródło: Departament Energii USA

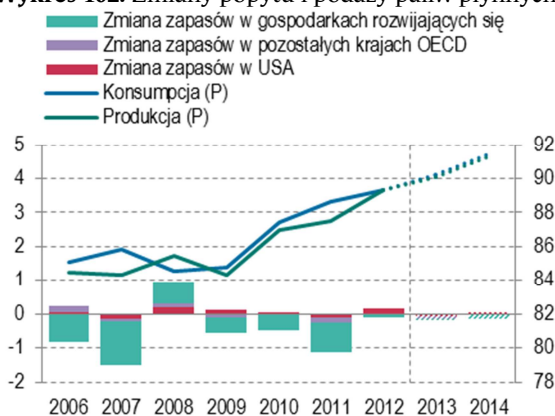
W celu częściowego zrekompensowania zakłóceń w dostawach z pozostałych krajów OPEC, Arabia Saudyjska zwiększyła produkcję w III kw. br. do 10,1 mln b/d. Było to o 1,0 mln b/d więcej w porównaniu z I kw. br., kiedy kraj ten zdecydowanie obniżył poziom produkcji po wpływie rosnącej podaży w krajach nienależących do OPEC (przede wszystkim w USA). Oczekuje się jednak, że wraz z ze zwiększeniem dostaw ropy z krajów, których zakłócenia najsilniej wpływały na sytuację na rynku ropy, Arabia Saudyjska ponownie obniży wydobycie. Departament Energii USA oczekuje, że produkcja ropy w krajach OPEC obniży się o 0,9 mln b/d w 2013 r. (pod wpływem zakłóceń i polityki podażowej Arabii Saudyjskiej) i o dalsze 0,6 mln b/d w 2014 r.

W III kw. 2013 r. nadwyżki mocy produkcyjnych w krajach OPEC wyniosły średnio 1,7 mln b/d, były więc o 0,3 mln b/d mniejsze w porównaniu z III kw. 2012 r. i o 1,4 mln b/d poniżej średniego poziomu z lat 2010-12. DE przewiduje, że nadwyżki mocy produkcyjnych OPEC wzrosną do 2,4 mln b/d średnio w IV kw. 2013 r. i do 4,2 mln b/d w IV kw. 2014 r. Szacunki te nie obejmują mocy produkcyjnych w Iranie, które obecnie nie są dostępne z powodu amerykańskich i unijnych sankcji nałożonych na sektor naftowy tego kraju (DE szacuje, że dotyczą one 600 tys. b/d).

Zapasy

Światowy popyt na ropę był w III kw. br. o 0,3 mln b/d większy w porównaniu z produkcją, co przyczyniło się do spadku zapasów surowca. W ciągu ostatnich pięciu kwartałów zapasy ropy i produktów naftowych zmniejszały się czterokrotnie. Departament Energii przewiduje, że globalne zapasy ropy obniżą się także w IV kw. br. (o 0,6 mln b/d). W efekcie przewiduje się, że średnio w 2013 r. zapasy ropy i produktów naftowych będą mniejsze o 0,2 mln b/d w porównaniu z rokiem poprzednim (obniżenie się zapasów będzie skoncentrowane w krajach OECD). Natomiast w 2014 r. oczekuje się, że skala zmian popytu i podaży będzie podobna, co powinno przyczynić się do ustabilizowania poziomu zapasów.

Wykres 102. Zmiany popytu i podaży paliw płynnych



Źródło: Departament Energii USA

Według szacunków DE zapasy rynkowe ropy w krajach OECD wyniosły na koniec III kw. 2013 r. 2,63 miliardów

baryłek, co oznacza ich spadek w porównaniu z rokiem poprzednim o 80 mln b. (tj. o 3,0% – największy od 2011 r.). Oczekuje się, że zapasy ropy obniżą się do poziomu 2,58 mld b w końcu br. i do 2,57 miliardów baryłek końca 2014 r. (co będzie stanowiło ekwiwalent 56 dni popytu).

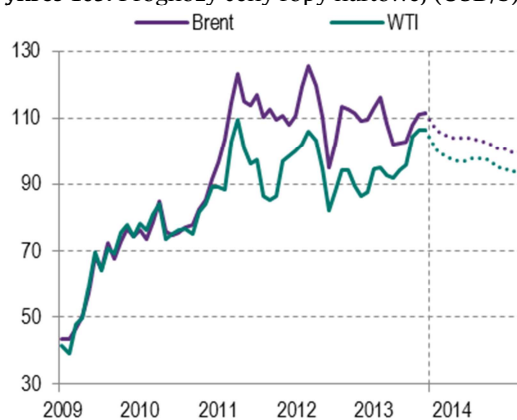
Prognozy

Departament Energii oczekuje, że średnia cena ropy Brent wyniesie w IV kw. 2013 r. 107 USD/b, a w 2014 r. obniży się średnio do 102 USD/b. Tak więc w porównaniu z czerwcem br. prognozowane ceny zostały podwyższone odpowiednio o 4 i 2 USD.

DE utrzymał w październiku br. scenariusz stopniowego obniżania się cen ropy, na co z jednej strony składa się słabnąca dynamika popytu na ropę w krajach rozwijających się, z drugiej – szybki wzrost produkcji ropy w Stanach Zjednoczonych.

Prognozy cen ropy tradycyjnie obciążone są bardzo wysokim stopniem niepewności. Na ukształtowanie się cen powyżej poziomu ścieżki prognozy DE mogą wpłynąć przede wszystkim utrzymujące się zakłócenia w produkcji ropy (DE zakłada zmniejszenie skali zakłóceń) oraz wolniejsza odbudowa produkcji w krajach objętych zakłóceniami. Czynnikiem, który powinien jednak przyczynić się do stabilizacji cen są relatywnie wysokie nadwyżki mocy produkcyjnych Arabii Saudyjskiej.

Wykres 103. Prognozy ceny ropy naftowej (USD/b)



Źródło: Departament Energii USA

Stopy procentowe

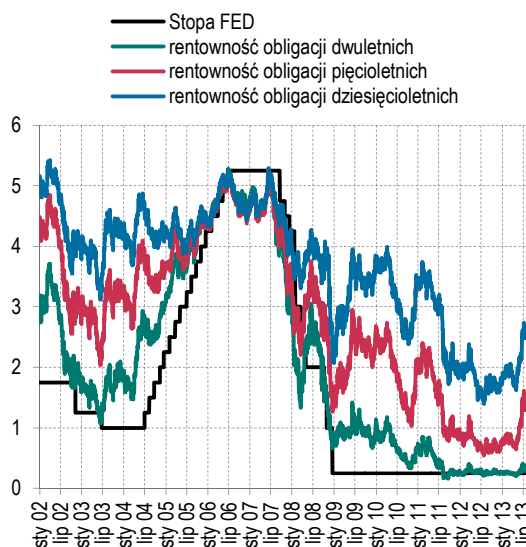
- W III kw. 2013 r. stopy procentowe banków centralnych w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii nie uległy zmianie.
- W III kw. 2013 r. długoterminowe stopy procentowe na głównych rynkach nie uległy istotnym zmianom.
- Oczekiwania analityków rynkowych wskazują, że w 2014 r. długoterminowe 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 prawie pięciu lat poziom oficjalnych stóp procentowych w USA jest w zasadzie zerowy.

Równocześnie podczas ostatniego posiedzenia FOMC we wrześniu 2013 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) w tempie 40 mld USD miesięcznie, jak również kontynuację programu skupu obligacji skarbowych o dłuższych terminach zapadalności w tempie 45 mld USD miesięcznie.

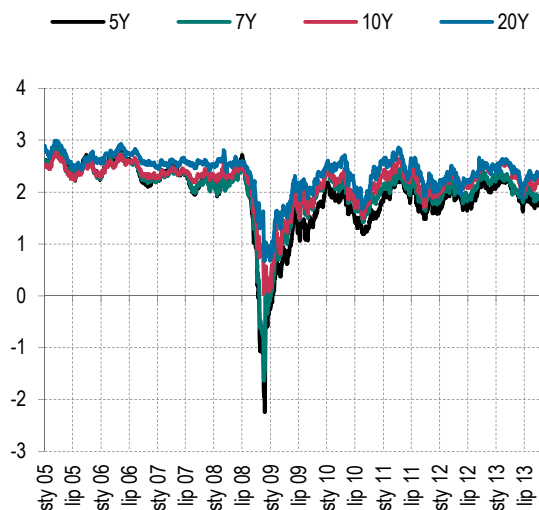
Wykres 104. Stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych (% p.a.)



Źródło: Ecwin.

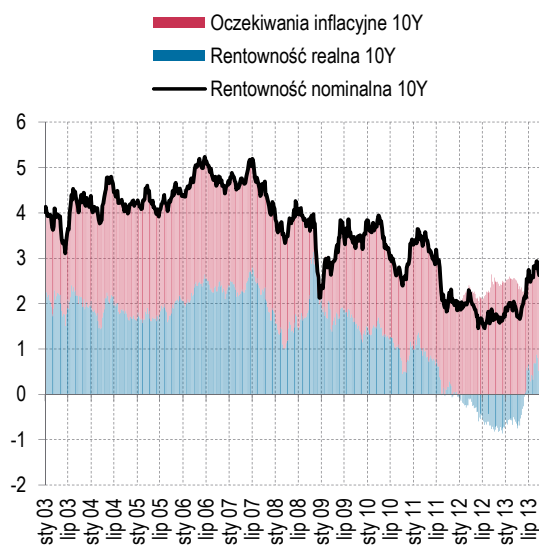
W ciągu III kw. 2013 r. rentowności amerykańskich obligacji skarbowych poruszały się w zasadzie w trendzie horyzontalnym. W okresie od końca czerwca 2013 r. do połowy października 2013 r. rentowność obligacji 2-letnich obniżyła się o ok. 4 pb, rentowność obligacji 5-letnich uległa spadkowi o ok. 6 pb, natomiast rentowność 10-letnia podwyższyła się o ok. 10 pb. W efekcie powyższych zmian, w dniu 18 października 2013 r. rentowność obligacji 2-letnich ukształtowała się na poziomie 0,32% w skali roku, rentowność obligacji 5-letnich wyniosła 1,34% w skali roku, natomiast rentowność obligacji 10-letnich wyniosła 2,58% w skali roku. Równocześnie w okresie od końca czerwca 2013 r. do połowy października 2013 r. oczekiwana inflacja w horyzoncie kolejnych 10 lat podwyższyła się o 5 pb do poziomu 2,2% w skali roku, podczas gdy w analogicznym okresie realna 10-letnia stopa procentowa wzrosła o 6 pb do poziomu 0,5% w skali roku.

Wykres 105. Break-even infation w Stanach Zjednoczonych (p.p., p.a.)



Źródło: Ecwin.

Wykres 106. Dekompozycja rentowności 10-letniej w Stanach Zjednoczonych (% , p.a.)



Źródło: Ecwin.

Zgodnie z oczekiwaniami agencji Bloomberg z dnia 22 cpaździernika 2013 r. stopa procentowa funduszy federalnych zostanie utrzymana na niezmiennym poziomie do IV kw. 2014 r. Z kolei w zakresie rentowności 10-letniej ankietowani przez Bloomberg'a analitycy oczekują, że w horyzoncie kolejnych pięciu kwartałów

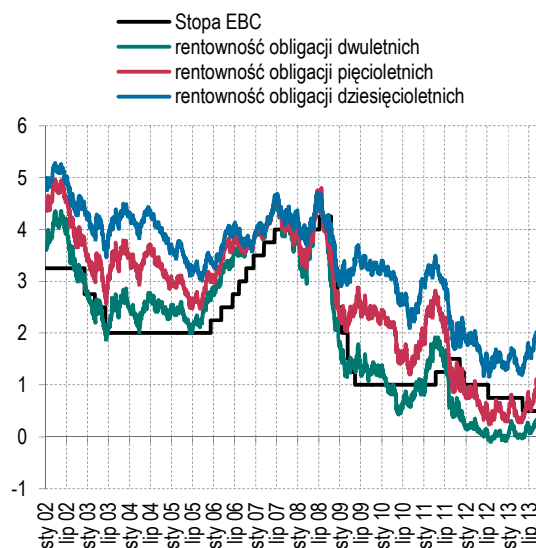
będzie obserwowany jej stopniowy wzrost do poziomu około 3,33% w skali roku na koniec IV kw. 2014 r.

Strefa euro

W ciągu III kw. 2013 r. władze monetarne EBC pozostawiły główną stopę procentową na niezmiennym poziomie, tj. 0,5% w skali roku.

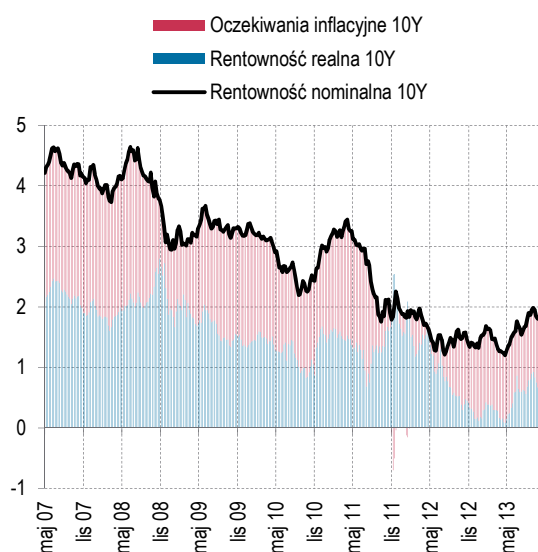
W ciągu III kw. 2013 r. rentowności europejskich obligacji skarbowych poruszały się w trendziehoryzontalnym, podobnie jak rentowności amerykańskie. W okresie od końca czerwca 2013 r. do połowy października 2013 r. rentowność obligacji 2-letnich obniżyła się o 2 pb, rentowność obligacji 5-letnich wzrosła o 7 pb, natomiast rentowność 10-letnich uległa wzrostowi o 11 pb. W wyniku powyższych zmian w dniu 18 października 2013 r. rentowność obligacji 2-letnich ukształtowała się na poziomie 0,18% w skali roku, rentowność obligacji 5-letnich na poziomie 0,81% w skali roku, natomiast rentowność obligacji 10-letnich ukształtowała się na poziomie 1,84% w skali roku. Równocześnie w okresie od końca czerwca 2013 r. do połowy października 2013 r. rentowność realna o 10-letnim terminie zapadalności obniżyła się o 13 pb do poziomu 0,73% w skali roku, podczas gdy oczekiwana w horyzoncie kolejnych 10 lat inflacja podwyższyła się o 25 pb do poziomu 1,15% w skali roku.

Wykres 107. Stopy procentowe w strefie euro (% , p.a.)



Źródło: Ecwin.

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



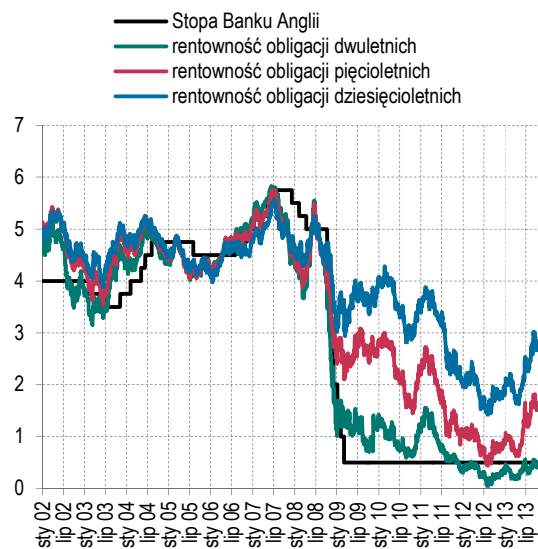
Źródło: Ecwin.

Zgodnie z oczekiwaniami Bloomberga z dnia 22 października 2013 r. główna stopa procentowa EBC zostanie utrzymana na niezmiennym poziomie 0,50% w skali roku do końca IV kw. 2014 r. W zakresie rentowności 10-letniej ankietowani przez Bloomberga analitycy oczekują, że w horyzoncie kolejnych pięciu kwartałów będzie miał miejsce jej systematyczny wzrost do poziomu około 2,33% w skali roku na koniec IV kw. 2014 r.

Wielka Brytania

W ciągu III kw. 2013 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 w wysokości 375 mld funtów.

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



Źródło: Ecwin.

W ciągu III kw. 2013 r. rentowności brytyjskich obligacji skarbowych poruszały się w lekkim trendzie wzrostowym. W okresie od końca czerwca 2013 r. do połowy października 2013 r. rentowność obligacji 2-letnich podwyższyła się o 6 pb, rentowność obligacji 5-letnich wzrosła o 11 pb, natomiast rentowność obligacji o 10-letnim terminie zapadalności podwyższyła się o 26 pb. W rezultacie powyższych zmian w dniu 18 października 2013 r. rentowność obligacji 2-letnich ukształtowała się na poziomie 0,47% w skali roku, rentowność obligacji 5-letnich na poziomie 1,55% w skali roku, a rentowność obligacji 10-letnich na poziomie 2,71% w skali roku.

Zgodnie z oczekiwaniami Bloomberga z dnia 22 października 2013 r. Bank Anglii utrzyma główną stopę procentową na niezmiennym poziomie do IV kw. 2014 r. Z kolei w zakresie rentowności 10-letniej ankietowani przez Bloomberga analitycy zakładają, że będzie ona systematycznie wzrastać w horyzoncie kolejnych pięciu kwartałów do poziomu około 3,29% w skali roku na koniec IV kw. 2014 r.

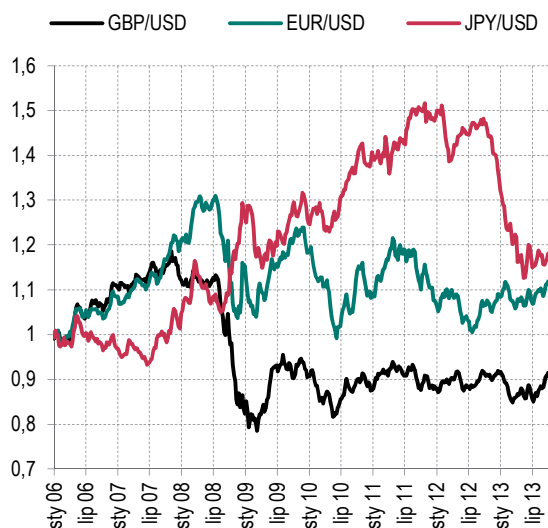
Kursy walutowe

- W III kw. dolar amerykański osłabił się względem głównych walut.
- W kategoriach parytetu siły nabywczej (PPP) dolar amerykański jest niedowartościowany, a euro przewartościowane.

Główne waluty

W okresie III kw. i pierwszej połowy października 2013 r. kurs walutowy dolara amerykańskiego deprecjonował względem głównych walut. W okresie od końca czerwca 2013 r. do dnia 18 października 2013 r. dolar amerykański osłabił się względem euro o ok. 5%, o ok. 6% względem funta brytyjskiego oraz o ok. 2% względem jena japońskiego. Równocześnie w omawianym okresie zmienność na głównych rynkach walutowych uległa obniżeniu w porównaniu do II kw. 2013 r.

Wykres 108. 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 III kw. 2013 r. niedowartościowany o 10,5%, podczas gdy GBP, EUR są walutami przewartościowanymi w stosunku do korespondują-

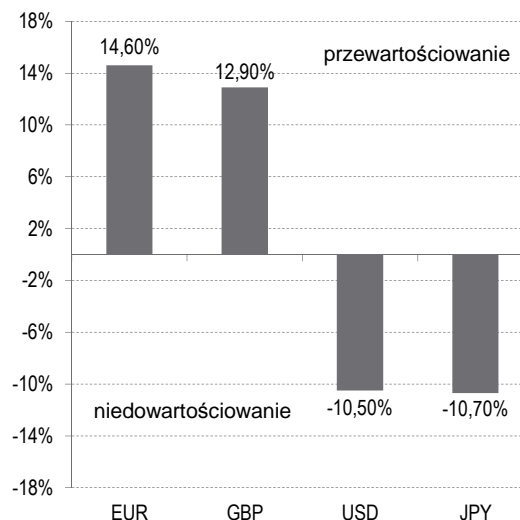
cych poziomów PPP, co jest najbardziej widoczne w przypadku euro (ok. 15%).

Wykres 109. JPMorgan VXY Currency Volatility Index (G7)



Źródło: Ecwin.

Wykres 110. Odchylenia nominalnych efektywnych kursów walutowych (NEER) od poziomu parytetu siły nabywczej (PPP)



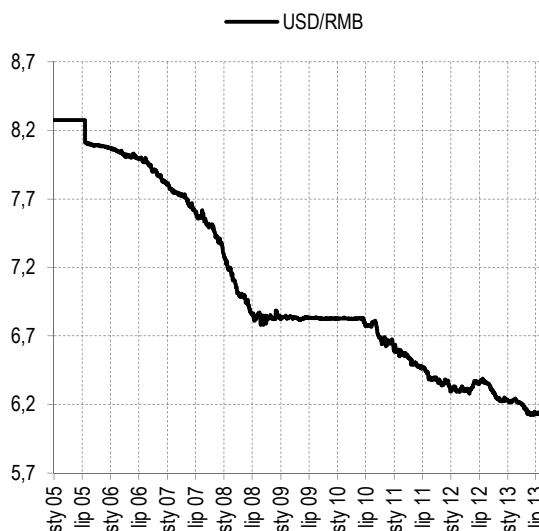
Źródło: Ecwin.

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 uelastyczenia 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 uelastyczony: „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 III kw. 2013 r. kurs USD/RMB cechował się niższą do II kw. 2013 r. zmiennością. W okresie od 21 lipca 2005 r. do 11 października 2013 r. juan umocnił się łącznie o ok. 26% w stosunku do dolara amerykańskiego. Z kolei w okresie od końca czerwca 2013 r. do 11 października 2013 r. juan umocnił się wobec USD o 0,3%.

Wykres 111. Kurs USD/RMB



Źródło: Ecwin.

www.nbp.pl