

**NBP**

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Listopad 2014 r.

# Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 23 października 2014 r.

---

# Spis treści

---

<b>Synteza</b>	<b>5</b>
<b>1 Otoczenie polskiej gospodarki</b>	<b>9</b>
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie	9
Ramka 1: Przyczyny i konsekwencje niskiej stopy inwestycji w Niemczech	11
1.2 Procesy inflacyjne za granicą	14
1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe	15
Ramka 2: Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC od publikacji poprzedniego <i>Raportu o inflacji</i>	18
1.4 Światowe rynki surowców	18
<b>2 Gospodarka krajowa</b>	<b>21</b>
2.1 Procesy inflacyjne	21
Ramka 3: Deflacja – ocena ryzyka dla Polski	24
2.2 Popyt i produkcja	27
2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	35
2.4 Rynek pracy	36
2.5 Rynki aktywów	38
2.6 Kredyt i pieniądz	41
2.7 Bilans płatniczy	44
<b>3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2014 r.</b>	<b>47</b>
<b>4 Projekcja inflacji i PKB</b>	<b>59</b>
4.1 Synteza	60
4.2 Otoczenie zewnętrzne	62
4.3 Gospodarka polska w latach 2014-2016	65
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	76
4.5 Źródła niepewności projekcji	80
<b>5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie czerwiec – wrzesień 2014 r.</b>	<b>85</b>
Załącznik: wpływ <i>forward guidance</i> na bieżące i oczekiwane stopy procentowe	87



## Synteza

Aktywność gospodarcza na świecie w II i III kw. 2014 r. pozostała umiarkowana. Jednocześnie pogłębiało się zróżnicowanie wzrostu pomiędzy poszczególnymi krajami i regionami. W Stanach Zjednoczonych trwało ożywienie gospodarcze, natomiast w strefie euro, w tym w Niemczech i we Francji, utrzymywała się stagnacja. W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej była niska jak na te kraje, a w niektórych z nich, w tym w Chinach i Rosji, się obniżała. Spowolnienie wzrostu aktywności gospodarczej w otoczeniu krajów Europy Środkowo-Wschodniej przyczyniło się do osłabienia dynamiki PKB w tym regionie.

Inflacja na świecie w ostatnich miesiącach obniżyła się, czemu sprzyjał spadek cen surowców energetycznych i surowców rolnych na rynkach światowych. Jednocześnie dywergencja koniunktury gospodarczej przekładała się na zróżnicowanie tendencji inflacyjnych pomiędzy poszczególnymi gospodarkami. W Stanach Zjednoczonych relatywnie dobra koniunktura sprzyjała utrzymaniu umiarkowanego tempa wzrostu cen. Z kolei w strefie euro inflacja obniżała się systematycznie od kilku kwartałów i w III kw. osiągnęła poziom bliski zera. W wielu krajach wschodzących inflacja utrzymywała się na niskim jak na te kraje poziomie lub wciąż się obniżała. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich miesiącach inflacja kształtowała się blisko zera, a w niektórych z nich występowała deflacja. Z kolei w krajach wschodzących, które doświadczyły silnej deprecjacji walut w br., inflacja pozostała podwyższona.

W ostatnim okresie polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostawała silnie ekspansywna, jednak coraz wyraźniej zaznaczała się dywergencja perspektyw polityki pieniężnej pomiędzy Rezerwą Federalną i EBC spowodowana zróżnicowaniem perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji. Fed utrzymywał stopy procentowe na poziomie bliskim zera, kończąc jednocześnie program zakupu aktywów finansowych. Zgodnie z oficjalnymi prognozami, Fed prawdopodobnie podwyższy stopy procentowe już w 2015 r. Natomiast EBC ponownie obniżył stopy procentowe, w tym stopę podstawowych operacji refinansujących do 0,05% i stopę depozytową do -0,20%. EBC wznowił również zakupy listów zastawnych oraz zapowiedział rozpoczęcie zakupu papierów zabezpieczonych należnościami od podmiotów niefinansowych. Łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC sprzyjało deprecjacji euro i obniżeniu rentowności obligacji skarbowych w większości krajów strefy euro. Jednocześnie perspektywa zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oraz pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro i w największych krajach wschodzących przyczyniły się do spadku cen akcji na świecie.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce obniżyła się w lipcu br. poniżej zera i utrzymała się na nieznacznie ujemnym poziomie w kolejnych miesiącach. Obniżenie się inflacji wynikało przede wszystkim ze spadku cen żywności, obniżenia cen energii, a także z braku presji popytowej. Na brak presji popytowej wskazuje spadek większości miar inflacji bazowej do najniższych historycznie poziomów. Wciąż ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu potwierdza brak presji kosztowej w gospodarce. Spadkowi inflacji poniżej zera towarzyszyło systematyczne obniżanie się oczekiwań inflacyjnych. Wszystkie miary oczekiwań inflacyjnych pozostały jednak dodatnie, choć część z nich kształtuje się blisko zera.

W II kw. wzrost gospodarczy w Polsce nieznacznie spowolnił, co – podobnie jak w części innych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – wynikało głównie z obniżenia dynamiki popytu u głównych partnerów handlowych, a także spowolnienia wzrostu inwestycji, przy przyspieszeniu wzrostu zapasów i utrzymaniu wzrostu popytu konsumpcyjnego wspieranego przez stabilną sytuację na rynku pracy. W II kw. br. liczba pracujących w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw nadal rosła, choć nieznacznie wolniej niż na początku roku. Dane napływające w III kw. wskazują na kontynuację spowolnienia gospodarczego, przy utrzymaniu umiarkowanego wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Pomimo stabilnej sytuacji na rynku pracy, w II i III kw. dynamika wynagrodzeń nieco się obniżyła, kształtując się na umiarkowanym poziomie, co potwierdza brak presji płacowej w gospodarce.

Wobec spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej i obniżenia się inflacji do ujemnego poziomu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną NBP o 0,50 pkt. proc., do poziomu 2,00%. Obniżenie stopy referencyjnej, jak i wcześniejsze złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC, sprzyjało obniżaniu się rentowności obligacji skarbowych i wzrostowi cen akcji. Jednak ceny akcji kilkukrotnie obniżyły się przejściowo w III kw., do czego przyczyniało się ryzyko geopolityczne, spowolnienie gospodarcze i pogorszenie sentymentu na międzynarodowych rynkach finansowych. Z kolei kurs złotego względem euro pozostał relatywnie stabilny, choć osłabił się względem dolara (ze względu na umocnienie dolara wobec innych walut). Względnie niskie oprocentowanie kredytów mieszkaniowych oraz stabilna sytuacja na rynku pracy sprzyjały nasileniu się sygnałów ożywienia na rynku mieszkaniowym.

Dynamika akcji kredytowej, zarówno w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw pozostała umiarkowana. Do podtrzymania wzrostu akcji kredytowej przyczyniała się stabilna sytuacja na rynku pracy, relatywnie niskie oprocentowanie kredytów oraz dokonywane od kilku kwartałów przez banki łagodzenie kryteriów kredytowych w zakresie kredytów konsumpcyjnych.

W II kw. deficyt na rachunku obrotów bieżących nieznacznie się pogłębił, co wynikało przede wszystkim ze zmniejszenia nadwyżki w handlu towarami i usługami związanego z osłabieniem popytu zewnętrznego. Konsekwencją wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących w II kw. było niewielkie pogorszenie się części wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski, jednak relacja obrotów bieżących i kapitałowych do PKB pozostała stabilna i dodatnia. Jednocześnie zwiększyły się polskie inwestycje bezpośrednie za granicą, przy utrzymaniu napływu kapitału portfelowego, w szczególności na rynek polskich skarbowych papierów wartościowych.

*Raport* ma następującą strukturę: w rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej (ang. *minutes*) w okresie lipiec-październik 2014 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. są umieszczone w rozdziale 3. Opis dyskusji na listopadowym posiedzeniu zostanie opublikowany 20 listopada 2014 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie czerwiec-wrzesień 2014 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono trzy ramki: „Przyczyny i konsekwencje niskiej stopy inwestycji w Niemczech”, „Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC od publikacji poprzedniego *Raportu o inflacji*” oraz „Deflacja – ocena ryzyka dla Polski”, a także załącznik „Wpływ *forward guidance* na bieżące i oczekiwane stopy procentowe”.

W rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 20 października 2014 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,0-0,2% w 2014 r. (wobec -0,1-0,4% w projekcji z lipca 2014 r.), 0,4-1,7% w 2015 r. (wobec 0,5-2,1%) oraz 0,6-2,3% w 2016 r. (wobec 1,3-3,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9-3,5% w 2014 r. (wobec 3,2-4,1% w projekcji z lipca 2014 r.), 2,0-3,7% w 2015 r. (wobec 2,6-4,5%) oraz 1,9-4,2% w 2016 r. (wobec 2,3-4,5%).





# 1 Otoczenie polskiej gospodarki

## 1.1 Aktywność gospodarcza na świecie

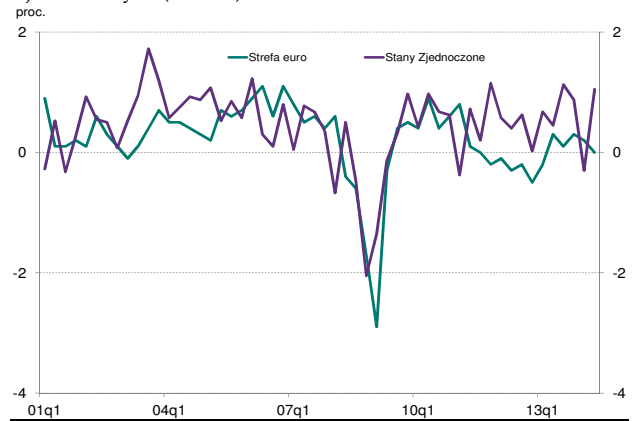
Aktywność gospodarcza na świecie w II i III kw. 2014 r. pozostała umiarkowana, jednocześnie pogłębiała się dywergencja wzrostu pomiędzy poszczególnymi krajami (Wykres 1.1). W Stanach Zjednoczonych trwało ożywienie gospodarcze, natomiast w strefie euro utrzymywała się stagnacja. W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej była niska jak na te kraje, a w niektórych z nich się obniżała.

PKB w Stanach Zjednoczonych, po spadku na początku roku związanym z niekorzystnymi warunkami pogodowymi, w II kw. br. wzrósł o 1,0% kw/kw (Wykres 1.1)<sup>1</sup>. Przyspieszenie dynamiki PKB wynikało przede wszystkim z wyższego wzrostu popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji. Wzrost gospodarczy istotnie zwiększał przyrost zapasów, natomiast wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał ujemny.

W III kw. br. w Stanach Zjednoczonych kontynuowane było ożywienie gospodarcze, któremu towarzyszyła poprawa sytuacji na rynku pracy (w tym dalszy wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia; Wykres 1.3). Utrzymywały się także korzystne nastroje konsumentów i przedsiębiorców, a sprzedaż detaliczna oraz produkcja przemysłowa rosły w relatywnie wysokim tempie<sup>2</sup>.

Z kolei w strefie euro wzrost gospodarczy wyhamował. Negatywnie na dynamikę aktywności gospodarczej oddziaływały problemy

Wykres 1.1 Wzrost gospodarczy w strefie euro i Stanach Zjednoczonych (kw/kw)



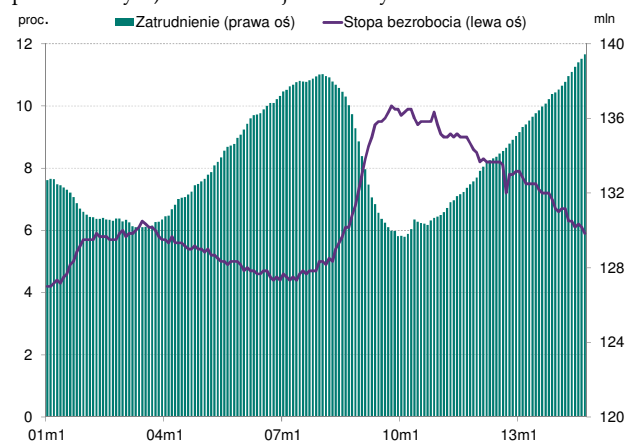
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.2 Indeks PMI w gospodarce światowej



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.3 Stopa bezrobocia i poziom zatrudnienia (w sektorze pozarolniczym) w Stanach Zjednoczonych



Źródło: Dane BLS.

<sup>1</sup> Prezentowane w tym rozdziale dane dotyczące kwartalnego tempa wzrostu PKB są wyrównane sezonowo.

<sup>2</sup> Choć we wrześniu sprzedaż detaliczna obniżyła się o 0,4% m/m, to jej roczna dynamika pozostała relatywnie wysoka (4,0% r/r).

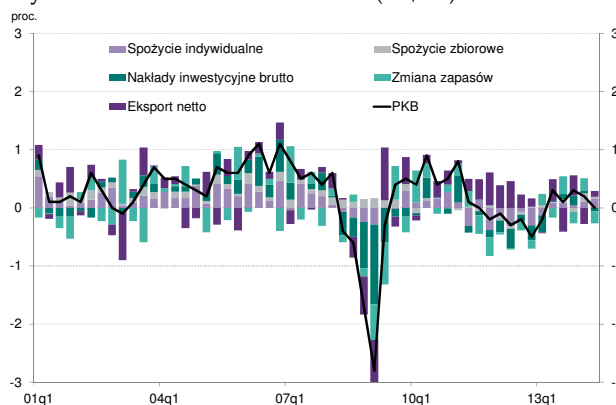
strukturalne części krajów strefy, wciąż wysokie bezrobocie oraz niskie tempo akcji kredytowej. Wzrost był również ograniczany przez wcześniejszą aprecjację kursu walutowego<sup>3</sup>, a także – w przypadku części krajów członkowskich – przez kryzys rosyjsko-ukraiński, który negatywnie wpływał na eksport oraz nastroje podmiotów gospodarczych.

W rezultacie, w II kw. br., po kilku kwartałach niewielkiego wzrostu, dynamika PKB strefy euro wyhamowała do zera (z 0,2% kw/kw w I kw; Wykres 1.4). Spośród dużych krajów członkowskich, we Francji PKB w II kw. pozostał na niezmiennym poziomie, a we Włoszech i Niemczech się obniżył. Spadek PKB w Niemczech był związany częściowo z obniżeniem inwestycji, w tym zwłaszcza inwestycji budowlanych po ich wcześniejszym wzroście na początku roku, do którego przyczyniła się łagodna zima. Dynamika konsumpcji w II kw. spadła w pobliże zera. W kierunku podwyższenia wzrostu gospodarczego oddziaływało natomiast zwiększenie zapasów.

W III kw. br. dynamika aktywności gospodarczej w strefie euro pozostała niska. Wskazują na to nastroje przedsiębiorców i konsumentów, które w tym okresie się pogorszyły (Wykres 1.5)<sup>4</sup>. Ponadto na początku III kw. br. produkcja przemysłowa znacząco spadła. Stopa bezrobocia nieco się obniżyła, co wspierało wzrost sprzedaży detalicznej. Stopa bezrobocia pozostała jednak bardzo wysoka w porównaniu do poziomu obserwowanego przed kryzysem (Wykres 1.6).

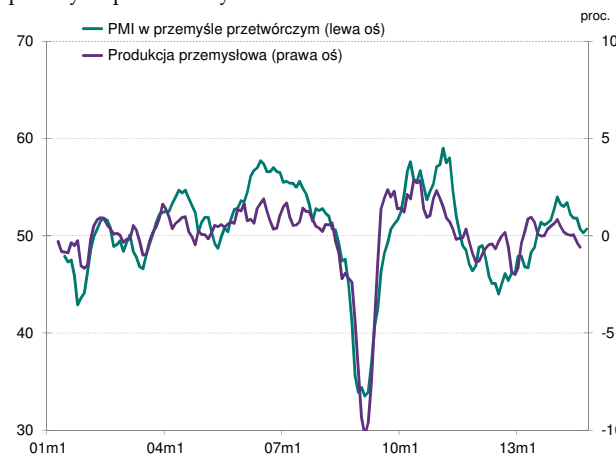
W krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika aktywności gospodarczej również spowolniła w II kw. (Wykres 1.7), co w większości z nich było związane z obniżeniem dynamiki

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



Źródło: Dane Eurostat.

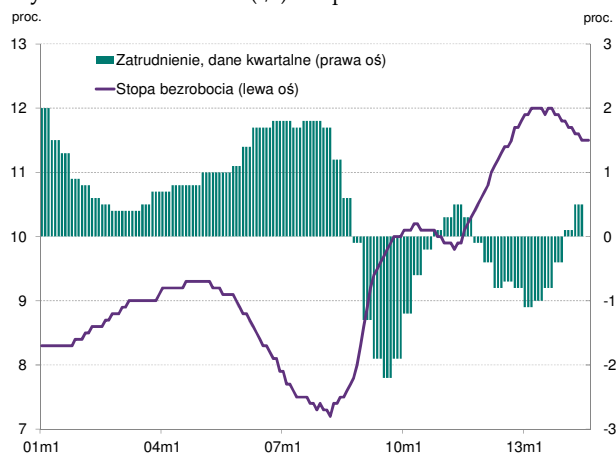
Wykres 1.5 Wzrost produkcji przemysłowej\* i indeks PMI w przemyśle przetwórczym w strefie euro



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

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

Wykres 1.6 Zatrudnienie (t/r) i stopa bezrobocia w strefie euro



Źródło: Dane Eurostat.

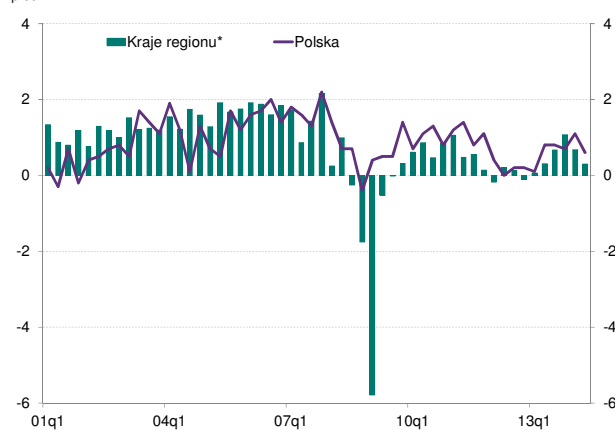
<sup>3</sup> Od lipca 2012 r. do marca br. nominalny efektywny kurs euro umocnił się o 12,6%. W kolejnych miesiącach (od marca do września) kurs ten osłabił się o 4,5%.

<sup>4</sup> We wrześniu nastroje przedsiębiorców ustabilizowały się, na co wskazuje nieznaczny wzrost indeksu PMI (z 52,0 w sierpniu do 52,2 we wrześniu).

eksportu. Ponadto w Czechach, Estonii i Rumunii miał miejsce spadek inwestycji i silne spowolnienie wzrostu konsumpcji. W krajach bałtyckich – pomimo konfliktu rosyjsko-ukraińskiego – wzrost gospodarczy nieco przyspieszył. Jednak wzrost ten wynikał w znacznej mierze ze wzrostu stanu zapasów.

W największych gospodarkach wschodzących tempo wzrostu PKB w II kw. br. pozostawało niskie jak na te kraje (Wykres 1.8). W Rosji dynamika PKB nadal się obniżała. Negatywnie na aktywność gospodarczą w Rosji oddziaływały skutki gospodarcze konfliktu z Ukrainą oraz osłabienie wzrostu gospodarczego u części głównych partnerów handlowych. W Chinach wzrost gospodarczy w II i III kw. spowolnił, czemu towarzyszyło pogorszenie koniunktury na rynku nieruchomości.

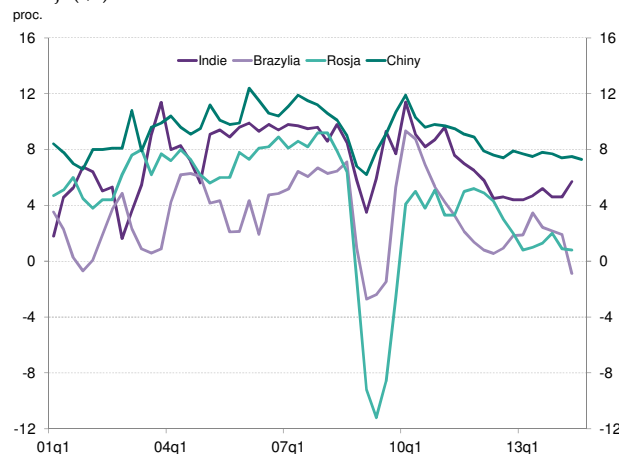
**Wykres 1.7** Wzrost PKB w Polsce i krajach regionu\* (kw/kw) proc.



Źródło: Bloomberg.

\* Kraje regionu obejmują: Czechy, Słowację, Węgry, Litwę, Rumunię, Łotwę, Estonię, Bułgarię. Agregat został policzony jako średnia ważona udziałem poszczególnych krajów w eksporcie Polski.

**Wykres 1.8** Wzrost PKB w Chinach, Indiach, Brazylii i Rosji (r/r) proc.



Źródło: Dane Bloomberg.

### Ramka 1: Przyczyny i konsekwencje niskiej stopy inwestycji w Niemczech

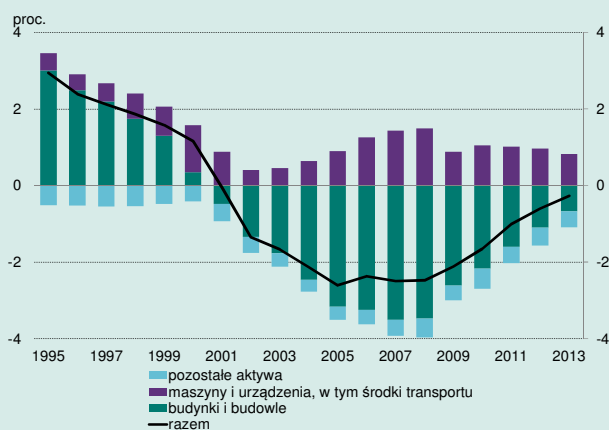
Biorąc pod uwagę silne powiązania polskich i niemieckich przedsiębiorstw w ramach globalnych łańcuchów dostaw (MFW, 2013), ewentualne obniżenie długookresowego tempa wzrostu w Niemczech może mieć istotne negatywne konsekwencje dla dynamiki potencjalnego PKB w Polsce. Jednym z czynników zwiększających takie ryzyko może być niedostateczny poziom nakładów brutto na środki trwałe w Niemczech, który ograniczałby strukturalną konkurencyjność tej gospodarki.

W ostatnim dwudziestoleciu udział nakładów brutto na środki trwałe w PKB w Niemczech stale się obniżał<sup>5</sup>. Od 2001 r. do 2013 r. stopa inwestycji w tym kraju wynosiła przeciętnie 19,9 proc. wobec 24,2 proc. w czasie „boomu zjednoczeniowego” (1991-1995) i 22,7 proc. w latach 1996-2000<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Jeśli nie zaznaczono inaczej, w niniejszej ramce dane dotyczące stopy inwestycji przedstawiono według metodologii ESA2010. W bieżącym roku większość urzędów statystycznych w krajach UE opublikowało zrewidowane dane według tej metodologii. Istotną zmianą jest zaklasyfikowanie w ESA2010 niektórych kategorii wydatków na badania i rozwój jako nakładów brutto na środki trwałe, a nie jako spożycia pośredniego. Z uwagi na wysoki poziom nakładów na badania i rozwój w Niemczech, dane dotyczące stopy inwestycji według klasyfikacji ESA95 mogły być zaniżone. Według szacunków Statistisches Bundesamt, stopa inwestycji w Niemczech w latach 1991-2013 według metodologii ESA2010 była przeciętnie wyższa o ok. 1,7 pkt proc. niż według klasyfikacji ESA95.

W latach 2001-2008 stopa inwestycji pozostawała niższa o ok. 2-3 pkt proc. niż średnio w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych, co wynikało w głównej mierze z niższych niż w pozostałych krajach strefy euro nakładów brutto na budowę i budynki (Wykres R.1.1). Analiza poszczególnych sektorów gospodarki niemieckiej wskazuje, że różnice w poziomie inwestycji między Niemcami a pozostałymi krajami strefy euro są szczególnie wyraźne w sektorach blisko powiązanych z budownictwem.

**Wykres R.1.1** Luka w stopie inwestycji w Niemczech względem pozostałych krajów strefy euro (z wyłączeniem Belgii, Cypru, Grecji, Hiszpanii i Irlandii)



Źródło: Eurostat na podstawie KE (2014), s. 44.

Lukę w stopie inwestycji przedstawioną na wykresie zdefiniowano jako różnicę pomiędzy stopą inwestycji w Niemczech i pozostałych krajach strefy euro bez Hiszpanii i Irlandii, tj. gospodarek, w których boom mieszkaniowy był przed wybuchem kryzysu największy (por. KE, 2014), oraz Belgii, Cypru i Grecji (z powodu braku szczegółowych danych o inwestycjach w poszczególne aktywa według ESA 2010).

w pierwszej dekadzie XXI w. wpłynęły także czynniki instytucjonalne. Wymagania banków wobec kredytobiorców były wyższe niż w pozostałych krajach strefy euro, zaś rozwinięty rynek najmu stanowił atrakcyjną alternatywę wobec zakupu mieszkania.

Spadek inwestycji mieszkaniowych w stosunku do II połowy lat 90. odpowiadał za ponad połowę ogólnego spadku stopy inwestycji w Niemczech. Jednak jego długookresowe konsekwencje dla wzrostu gospodarczego w Niemczech należy uznać za ograniczone. Nieruchomości mieszkaniowe zaspokajają bowiem przede wszystkim potrzeby użytkowe swoich właścicieli, w mniejszym stopniu zaś pełnią rolę kapitału produkcyjnego. Z tego powodu spadek inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe miał o wiele mniejsze konsekwencje dla produktu potencjalnego niż obniżenie się nakładów brutto na infrastrukturę publiczną i nieruchomości komercyjne.

Ograniczenie nakładów brutto na środki trwałe sektora publicznego o ok. 0,4 proc. PKB w stosunku do lat 90. powiększyło lukę w stopie inwestycji publicznych w Niemczech w stosunku do reszty strefy euro do ok. 1,2 pkt proc. w latach 2001-2013 (dane według ESA95)<sup>7</sup>. Biorąc pod uwagę wysoką wartość początkową kapitału publicznego, tak niski poziom inwestycji okazał się niewystarczający do pełnego odtworzenia zużytej infrastruktury publicznej. Skumulowaną wartość kapitału publicznego, jaki uległ deprecjacji od 1999 r., ekonomiści DIW (2013) szacują na ok. 20 proc. PKB. Wyzwaniem w tym okresie było utrzymanie wysokiego standardu infrastruktury publicznej w zachodniej części kraju przy jednoczesnej jej rozbudowie we wschodnich landach.

### Źródła niskiej stopy inwestycji w Niemczech w latach 2001-2012

Do przyczyn niskiej aktywności w sektorze budownictwa mieszkaniowego w Niemczech w pierwszej dekadzie XXI w. należy zaliczyć bardzo wysoki poziom inwestycji mieszkaniowych w latach 90. XX w., na które popyt był wspierany przez migrację do zachodnich landów z terenów byłej NRD. W pierwszej dekadzie XXI w. popyt mieszkaniowy wyraźnie się obniżył w związku ze starzeniem się społeczeństwa i niskim tempem wzrostu dochodów gospodarstw domowych. W latach 2000-2010 liczba osób w wieku 20-40 lat, a więc najczęstszych nabywców mieszkań i domów, obniżyła się o prawie 4 mln osób, tj. o ponad 16 proc. Jednocześnie płace w tej grupie wiekowej w stosunku do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce były w Niemczech niższe niż we Francji, Hiszpanii i Włoszech, m.in. z powodu wzrostu liczby osób pracujących w niepełnym wymiarze czasu lub na niskopłatnych stanowiskach. Na niski popyt mieszkaniowy w Niemczech w

<sup>6</sup> Zgodnie z szacunkami na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego stopa inwestycji w Zachodnich Niemczech wynosiła w latach 80. przeciętnie 24,6 proc. Jednak z uwagi na różnice metodologiczne oraz dotyczące obszaru geograficznego dane nie są w pełni porównywalne z danymi dla lat późniejszych.

<sup>7</sup> Dane zgodnie z klasyfikacją ESA 95.

Czynnikiem ograniczającym popyt inwestycyjny przedsiębiorstw w latach 2001-2008 w Niemczech była natomiast trudna sytuacja gospodarcza: niska stopa wzrostu gospodarczego oraz wysokie bezrobocie. Przekładała się ona na niższe oczekiwania firm co do stopy zwrotu z inwestycji krajowych oraz na niską dynamikę zysków przedsiębiorstw, która przyspieszyła dopiero w okresie boomu eksportowego lat 2004-2007. Wyższa dynamika zysków przedsiębiorstw była powiązana ze spadkiem dynamiki płac w następstwie reform rynku pracy (tzw. reformy Hartza i następujące po nich inne reformy zmierzające do zmniejszenia wydatków socjalnych) oraz wzrostem wykorzystania dóbr pośrednich produkowanych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

### **Wyzwania wynikające ze zbyt niskiej stopy inwestycji w Niemczech**

Silna orientacja eksportowa oraz długi okres niskiego tempa wzrostu płac i inwestycji krajowych sprawiły, że wzrost gospodarczy w Niemczech stał się bardzo wrażliwy na wahania popytu zewnętrznego. Niska stopa inwestycji w połączeniu z wysoką stopą oszczędności przekłada się na osłabienie popytu krajowego w Niemczech. Wobec niskiego popytu ze strony strefy euro oraz przewidywanego obniżenia dynamiki wzrostu w krajach rozwijających się, będących ważnymi odbiorcami niemieckich produktów niska stopa inwestycji obniża dynamikę PKB. Przyczynia się ona również do wysokiej nadwyżki na rachunku obrotów bieżących (w 2013 r. wyniosła ona 7,5 proc. PKB). Preferowana w poprzedniej dekadzie strategia inwestowania osiągniętych przez Niemcy nadwyżek handlowych za granicą przełożyła się na silną poprawę dodatniej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (z 3 proc. PKB w 2000 r. do 42 proc. w 2012 r.). Okazało się jednak, że strategia ta niosła ze sobą koszty dla gospodarki niemieckiej. Straty poniesione przez niemieckie instytucje finansowe i przedsiębiorstwa w następstwie spadku cen kupionych za granicą aktywów finansowych sięgają niemal 20 proc. PKB Niemiec (KE, 2014).

W ostatnim okresie obserwowany jest powolny proces reorientacji gospodarki niemieckiej w stronę rynku wewnętrznego, co stanowi szansę na wzrost stopy inwestycji w Niemczech. Od II kw. ub.r. roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe pozostaje dodatnia, wspierana przez poprawę sytuacji na rynku mieszkaniowym oraz wyższe niż rok wcześniej wydatki inwestycyjne na infrastrukturę<sup>8</sup>. Konieczność przeciwdziałania dalszej deprecjacji kapitału publicznego została uwzględniona w umowie koalicyjnej pomiędzy CDU/CSU i SPD z końca 2013 r., w której ustalono zwiększenie inwestycji publicznych na poziomie federalnym łącznie o 23 mld euro w latach 2014-2017, tj. średnio o ok. 0,2 proc. PKB rocznie. Ponad połowa tych środków ma być spożytkowana na poprawę infrastruktury transportowej, badania i rozwój oraz edukację i placówki opiekuńcze dla dzieci. W ocenie Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW, 2014) decyzja ta stanowi krok w dobrym kierunku, choć MFW wskazuje na możliwość (i celowość) zwiększenia nakładów infrastrukturalnych o dodatkowe 50 mld euro (ok. 0,5 proc. PKB) rocznie bez naruszania przyjętych reguł wydatkowych. W pewnym stopniu do zwiększenia inwestycji w Niemczech mogą przyczynić się sygnalizowane przez przedstawicieli nowej Komisji Europejskiej działania nakierowane na pobudzenie inwestycji w krajach Unii Europejskiej.

Dynamika nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw na maszyny i urządzenia pozostawała w ostatnich latach wyraźnie niższa niż inwestycji budowlanych z uwagi na utrzymującą się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie i w strefie euro. Od początku br. ma miejsce ożywienie w zakresie wydatków inwestycyjnych na maszyny i urządzenia, jednak istotnym ryzykiem dla jego utrzymania jest stagnacja w strefie euro i pogorszenie nastrojów niemieckich przedsiębiorstw spowodowane ograniczeniami w wymianie handlowej z Rosją związanymi z konfliktem rosyjsko-ukraińskim.

Podsumowując, obniżenie stopy inwestycji w Niemczech w poprzedniej dekadzie wynikało w dużej części ze spadku popytu mieszkaniowego. W większym stopniu niekorzystne dla perspektyw wzrostu okazały się jednak niedostateczne inwestycje sektora publicznego i przedsiębiorstw. Ich negatywnym skutkiem jest nadmierne

<sup>8</sup> Wzrost inwestycji budowlanych w IV kw. ub.r. i I kw. br. w ujęciu rocznym wynikał jednak w części z łagodniejszej niż rok wcześniej zimy.

uzależnienie gospodarki Niemiec od sytuacji gospodarczej za granicą oraz ryzyko obniżenia się konkurencyjności strukturalnej Niemiec na skutek deprecjacji kapitału produkcyjnego. Jednak stabilna sytuacja finansów publicznych i bardzo niski koszt pozyskania kapitału pozostawiają wciąż dużą przestrzeń do naprawy ujawniających się braków w infrastrukturze publicznej w celu przyspieszenia wzrostu PKB i zredukowania nadwyżki na rachunku obrotów bieżących, uznanej przez Komisję Europejską (2014) za nierównowagę makroekonomiczną. W miarę zmniejszenia się ryzyka geopolitycznego oraz poprawy sytuacji gospodarczej na świecie i w strefie euro można spodziewać się także wzrostu nakładów brutto na maszyny i urządzenia przez przedsiębiorstwa.

#### Literatura

Cwik, T., V. Wieland, *Keynesian government spending multipliers and spillovers in the euro area*, Economic Policy, vol. 26, issue 67, lipiec 2011, ss. 493-549.

Deutsche Bundesbank (2014), *Outlook for the German economy – macroeconomic projections for 2014 and 2015 and an outlook for 2016*, Deutsche Bundesbank Monthly Report, czerwiec 2014.

DIW (2013), *Investitionen für mehr Wachstum – Eine Zukunftsagenda für Deutschland*, DIW Wochenbericht 26/2013, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung- Berlin.

Komisja Europejska (2014), *Macroeconomic Imbalances: Germany 2014*, "European Economy", Occasional Papers 174, marzec 2014.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2013), *German-Central European Supply Chain Cluster Report*, IMF Country Report No. 13/263, sierpień 2013.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy (2014), *2014 Article IV Consultation – Staff Report*, IMF Country Report No. 14/216, lipiec 2014.

Vogel, E., A. Ludwig, A. Börsch-Supan (2012), *Aging And Pension Reform: Extending The Retirement Age And Human Capital Formation*, Working Paper Series No 1476, European Central Bank, wrzesień 2012.

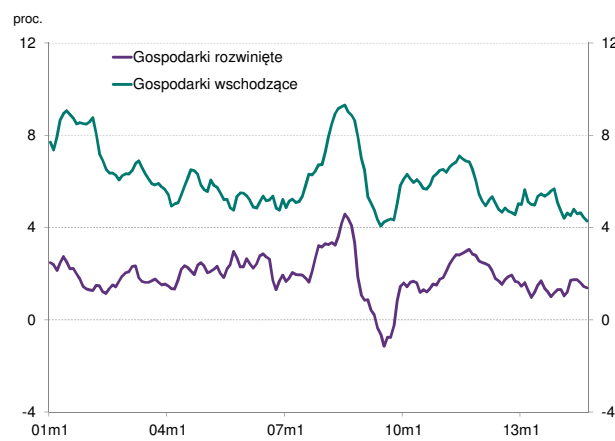
## 1.2 Procesy inflacyjne za granicą

W III kw. br. inflacja na świecie obniżyła się, kształtując się poniżej wieloletniej średniej (Wykres 1.9). Jednocześnie tendencje inflacyjne w poszczególnych krajach były zróżnicowane.

W Stanach Zjednoczonych dynamika cen konsumpcyjnych w ostatnich miesiącach nieznacznie się obniżyła, głównie z uwagi na spadek cen nośników energii, jednak relatywnie dobra koniunktura sprzyja utrzymaniu inflacji w pobliżu 2%.

Z kolei w strefie euro inflacja obniżyła się w okolice zera. Obniżenie się inflacji w strefie euro wynikało z nadal silnego spadku cen energii, ujemnej rocznej dynamiki cen żywności oraz obniżenia inflacji bazowej wobec stagnacji aktywności w tej gospodarce. Spadek inflacji nastąpił w większości krajów strefy euro, w tym w Niemczech. Jednocześnie w większości krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem

Wykres 1.9 Inflacja w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących\* (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

\* Średnia inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (80% PKB w tej grupie krajów), ważona PKB.

zadłużeniowym dynamika cen pozostaje ujemna, co korzystnie wpływa na ich konkurencyjność, ograniczając jednak przy tym tempo zmniejszania realnego zadłużenia w tych krajach.

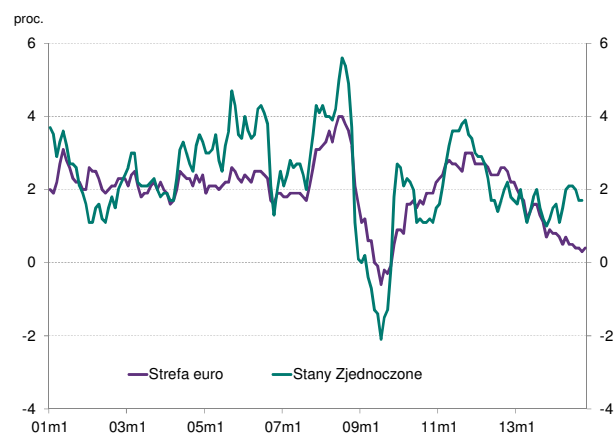
W ostatnich miesiącach inflacja obniżyła się także w Chinach, osiągając we wrześniu poziom najniższy od niemal czterech lat. Do spadku inflacji w tym kraju przyczyniło się osłabienie dynamiki cen żywności, spadek cen energii oraz niska jak na tę gospodarkę dynamika aktywności gospodarczej (Wykres 1.11). W wielu pozostałych krajach rozwijających się inflacja utrzymała się na niskim poziomie jak na te gospodarki lub wciąż się obniżała. Jednocześnie w niektórych krajach rozwijających się, które doświadczyły silnej deprecjacji walut w br., w tym w Rosji, inflacja pozostała na podwyższonym poziomie.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja pozostała bliska zera, a w niektórych z nich była ujemna (Wykres 1.12). W ostatnim okresie wzrosła nieco inflacja w Czechach, utrzymując się jednak wyraźnie poniżej celu inflacyjnego banku centralnego.

### 1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe

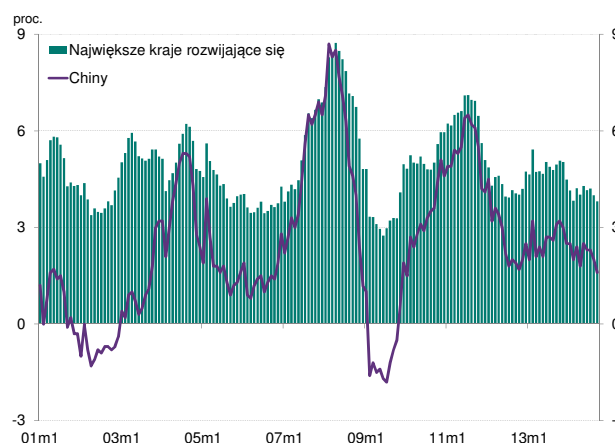
Od publikacji poprzedniego *Raportu* polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostała silnie ekspansywna. Jednocześnie coraz wyraźniej zaznaczała się dywergencja perspektyw polityki pieniężnej pomiędzy Rezerwą Federalną i EBC (Wykres 1.13, Wykres 1.14) spowodowana zróżnicowaniem perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie* i rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą*). Dywergencja ta znalazła odzwierciedlenie w różnokierunkowych tendencjach rynkowych stóp procentowych i kursów walutowych na świecie.

**Wykres 1.10** Inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych i inflacja HICP w strefie euro (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

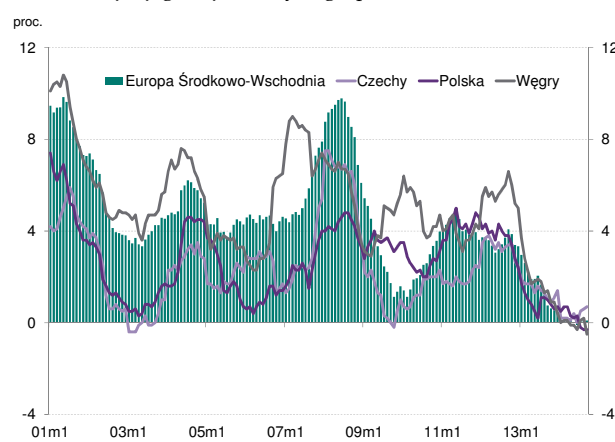
**Wykres 1.11** Inflacja CPI w największych gospodarkach wschodzących (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

\* Średnia inflacja dla gospodarek największych krajów rozwijających się (Brazylia, Chin, Indii, Rosji i RPA), ważona PKB.

**Wykres 1.12** Inflacja CPI w regionie Europy Środkowo-Wschodniej\* i jego największych gospodarkach (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

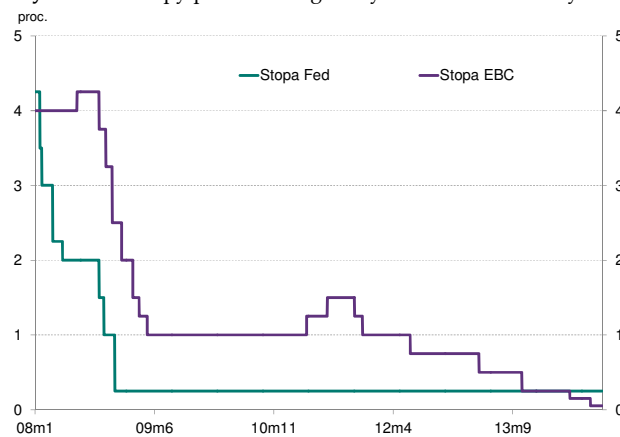
\*Średnia arytmetyczna wskaźników inflacji w Bułgarii, Czechach, Estonii, na Litwie, Łotwie, w Polsce, Rumunii, Słowacji oraz na Węgrzech.

Fed utrzymał stopy procentowe na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%). Jednocześnie zakończył program zakupu aktywów<sup>9</sup>, podtrzymując jednak deklarację, że stopy procentowe powinny pozostać na poziomie bliskim zera, szczególnie jeśli prognozowana inflacja nie przekroczy w tym czasie długoterminowego celu Fed na poziomie 2% (przy zakotwiczeniu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych). Mimo to – zgodnie z oficjalnymi prognozami Fed – bardzo prawdopodobne jest podwyższenie stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych już w 2015 r.

W tym samym czasie EBC ponownie obniżył stopy procentowe, w tym stopę podstawowych operacji refinansujących do 0,05% i stopę depozytową do -0,20%. EBC rozpoczął również zakupy listów zastawnych oraz zapowiedział rozpoczęcie zakupu papierów zabezpieczonych zobowiązaniami podmiotów niefinansowych. Przeprowadził także pierwszą warunkową operację refinansującą (*targeted LTRO*), choć jej wartość była znacznie niższa niż oczekiwano (por. Ramka 2 *Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC od publikacji poprzedniego Raportu o inflacji*). Jednocześnie EBC podkreślił gotowość do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w przypadku znacznego wydłużenia perspektywy utrzymywania się inflacji na niskim poziomie<sup>10</sup>.

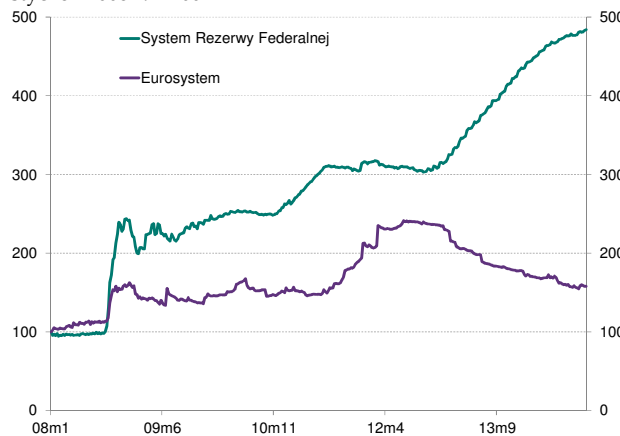
W ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych w wielu krajach obniżały się z uwagi na obniżenie perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie. Jednak na skutek zróżnicowania perspektyw polityki pieniężnej pomiędzy głównymi gospodarkami rozwiniętymi skala obniżenia rentowności w Stanach Zjednoczonych była znacznie mniejsza niż w strefie euro (Wykres 1.15, Wykres 1.16).

Wykres 1.13 Stopy procentowe głównych banków centralnych



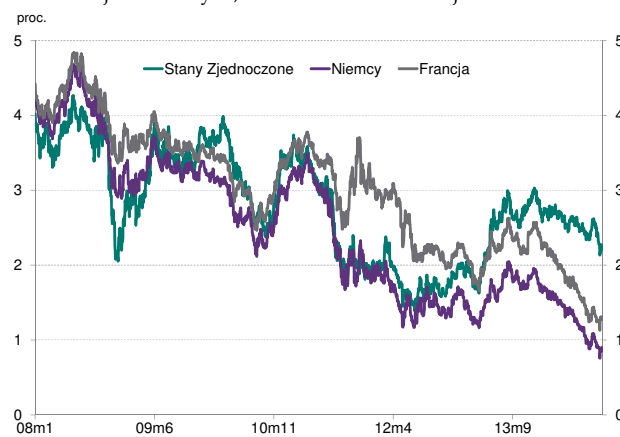
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.14 Sumy bilansowe głównych banków centralnych, styczeń 2008 r. = 100



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 1.15 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych, Niemczech i we Francji



Źródło: Dane Bloomberg.

<sup>9</sup> Kończąc swój program zakupu aktywów, Fed zapowiedział kontynuację reinwestowania posiadanych przez niego instrumentów dłużnych, co oznacza, że możliwy jest dalszy – choć znacznie wolniejszy – wzrost jego sumy bilansowej.

<sup>10</sup> Istotnego złagodzenia polityki pieniężnej w ostatnim okresie dokonał również Bank Japonii, który m.in. zwiększył deklarowane tempo przyrostu bazy monetarnej z 60-70 do 80 bn JPY rocznie i roczną skalę zakupu obligacji skarbowych netto z 50 do 80 bn JPY.



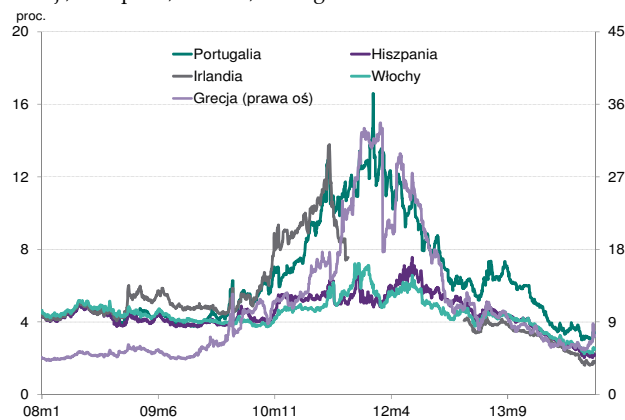
Rentowności obligacji skarbowych obniżyły się w większości krajów strefy euro, w tym najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Jednak w niektórych z tych krajów rentowności wzrosły w ostatnim okresie z uwagi na pojawienie się sygnałów o możliwości zmniejszenia skali działań mających na celu obniżenie nierównowagi w sektorze finansów publicznych w tych krajach.

Po złagodzeniu polityki pieniężnej przez EBC część banków centralnych krajów silnie powiązanych gospodarczo ze strefą euro (Czechy<sup>11</sup>, Szwecja, Rumunia, Węgry, Izrael i Turcja) także obniżyła stopy procentowe. Podwyżek stóp procentowych dokonały banki centralne w tych krajach, gdzie nadal utrzymuje się podwyższony poziom inflacji (m.in. w Rosji i na Ukrainie, por. rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą*).

Wobec perspektywy zacieśnienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oraz zwiększenia się zagrożeń geopolitycznych dolar amerykański umocnił się w ostatnich miesiącach względem większości walut o płynnym reżimie kursowym. Aprecjacja dolara była najsilniejsza w stosunku do euro i walut krajów powiązanych gospodarczo ze strefą euro (Wykres 1.17).

Pogorszenie się perspektyw gospodarczych w strefie euro i większych gospodarkach rozwijających się (zwłaszcza w Chinach, por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*) spowodowało obniżenie się cen akcji w wielu krajach na świecie (Wykres 1.18). W kierunku obniżenia cen akcji, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, oddziaływała niepewność co do perspektywy zacieśnienia polityki pieniężnej w tym kraju.

**Wykres 1.16** Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i we Włoszech



Źródło: Dane Bloomberg.

**Wykres 1.17** Kurs dolara amerykańskiego względem euro i walut krajów rozwijających się\* (spadek oznacza ich deprecjację), styczeń 2008=100



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

\*Agregaty ważone PKB uwzględniające w przypadku walut europejskich krajów rozwijających się: Czech, Izraela, Polski, Rumunii, Turcji i Węgier; krajów Azji Południowo-Wschodniej – Filipin, Indonezji, Malezji, i Tajlandii; krajów Ameryki Łacińskiej – Brazylii, Chile, Kolumbii, Meksyku i Peru.

**Wykres 1.18** Indeksy giełdowe na świecie, styczeń 2008 r. = 100



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

<sup>11</sup> Od poprzedniego *Raportu* Bank Czech pozostawił stopy procentowe bez zmian, w tym stopę dwutygodniowych operacji repo na poziomie 0,05%, wydłużając jednak horyzont utrzymywania minimalnego kursu korony wobec euro na poziomie 27 EUR/CZK z połowy 2015 r. do początku 2016 r.

## Ramka 2: Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC od publikacji poprzedniego Raportu o inflacji

W czerwcu br. EBC obniżył stopy procentowe i zasygnalizował gotowość do uruchomienia programu zakupu aktywów. Było to związane z pojawieniem się oznak powrotu stagnacji gospodarczej w części krajów strefy euro (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*), co może oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji. Ponadto nadal obniżała się inflacja w strefie euro, utrzymując się wyraźnie poniżej poziomu uznawanego przez EBC za zgodny z definicją stabilności cen (poniżej, ale w pobliżu 2%; por. rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą*).

W związku ze wzrostem prawdopodobieństwa utrzymywania się niskiej inflacji w średnim okresie, EBC zdecydował się na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. W szczególności, we wrześniu ponownie obniżył stopy procentowe, w tym stopę referencyjną niemal do zera (0,05%). EBC ogłosił również zamiar zwiększenia sumy bilansowej do poziomu z początku 2012 r., tj. o ok. 900 mld EUR, w celu zwiększenia akcji kredytowej w strefie euro poprzez poprawę sytuacji płynnościowej banków. Mają w tym pomóc dwa nowe programy zakupu aktywów finansowych:

- *ABS purchase programme* (ABSPP), w ramach którego EBC zamierza kupować papiery o niezłożonej i przejrzystej strukturze, zabezpieczone zobowiązaniami podmiotów niefinansowych mających siedzibę w krajach członkowskich strefy euro<sup>12</sup>. Program ten ma wspierać pobudzenie rynku obligacji zabezpieczonych, co z kolei – w ocenie EBC – powinno oddziaływać w kierunku wzrostu podaży kredytów dla sektora niefinansowego;
- *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3), który stanowi kontynuację programów zakupu listów zastawnych z lat 2009-10 i 2011-12. Według EBC, zakupy listów zastawnych w przeszłości oddziaływały w kierunku poprawy warunków kredytowych dla przedsiębiorstw i zwiększenia akcji kredytowej (EBC 2011).

Program CBPP3 został uruchomiony 20 października br., natomiast program ABSPP rozpocznie się prawdopodobnie w listopadzie br. Zakupy mają być kontynuowane przez co najmniej dwa lata, obejmując co do zasady instrumenty o ratingu przynajmniej BBB<sup>-13</sup> i będą prowadzone zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym.

We wrześniu EBC przeprowadził również pierwszą warunkową długoterminową operację zasilającą w płynność (*targeted LTRO*). Popyt zgłoszony przez banki w trakcie przetargu (82,6 mld EUR) był jednak ponad dwukrotnie mniejszy niż oczekiwano. Mogło mieć to związek ze słabym popytem na kredyt w strefie euro, który wynika z jednej strony z trwającego procesu delewarowania w tej gospodarce, a z drugiej strony z dążenia banków do ograniczania akcji kredytowej w związku z przeglądem jakości aktywów zakończonym w październiku br. Także ujemne oprocentowanie środków utrzymywanych w banku centralnym (powyżej wymogu rezerwy obowiązkowej) zniechęca banki do gromadzenia płynnych rezerw.

## 1.4 Światowe rynki surowców

W III kw. i na początku IV kw. br. ceny większości surowców energetycznych i rolnych obniżyły się. Było to związane z poprawą warunków podaźowych, przy jednoczesnym obniżeniu oczekiwań co do wzrostu popytu na surowce.

<sup>12</sup> Ewentualnie podmiotów, w których udział rezydentów krajów członkowskich strefy euro wynosi przynajmniej 95%.

<sup>13</sup> Mimo że Grecja i Cypr mają niższy rating niż BBB-, w ramach programów skupowane będą również listy zastawne emitowane przez podmioty mające siedzibę w tych krajach oraz papiery ABS zabezpieczone zobowiązaniami tych podmiotów, o ile będą one gwarantowane przez rząd Grecji lub Cypru. Skupowane będą również papiery emitowane przez podmioty rządowe tych krajów.

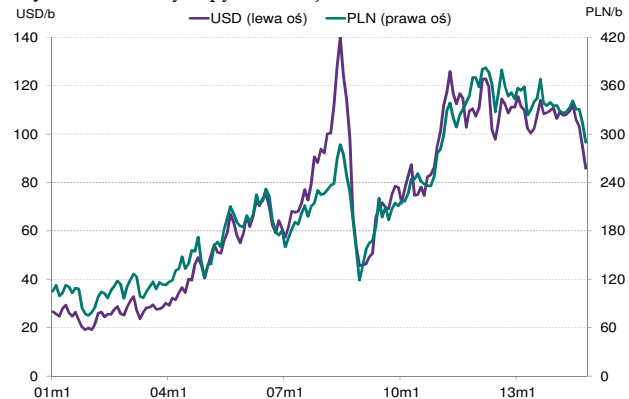
Ceny ropy naftowej Brent obniżały się systematycznie od czerwca br., osiągając najniższy poziom od prawie czterech lat (Wykres 1.19). Do spadku cen przyczyniły się z jednej strony sygnały słabszego niż oczekiwano ożywienia gospodarczego na świecie, zwłaszcza w strefie euro i Chinach. Z drugiej strony zmniejszyły się zakłócenia w produkcji ropy w krajach OPEC. W szczególności nastąpiło częściowe przywrócenie dostaw z Libii, a spadek wydobycia ropy naftowej związany z konfliktem w Iraku był mniejszy niż oczekiwano. Wśród krajów spoza OPEC dalszy wzrost produkcji miał miejsce w Brazylii, Stanach Zjednoczonych i Kanadzie.

Ceny gazu obniżyły się silnie w lipcu z uwagi na utrzymujący się po bardzo łagodnej zimie wysoki stan zapasów tego surowca. W sierpniu ceny gazu wzrosły na skutek eskalacji napięć w stosunkach pomiędzy Rosją a Ukrainą, jednak pozostały niższe niż na początku III kwartału. Jednocześnie utrzymał się spadek cen węgla związany z rosnącym zastosowaniem gazu łupkowego w produkcji energii (Wykres 1.20).

Nadal obniżał się także indeks cen żywności, na co złożyły się spadki cen niemal wszystkich surowców rolnych wchodzących w skład indeksu (Wykres 1.21). Obniżenie się cen surowców rolnych, zwłaszcza pszenicy, mleka, cukru i roślin oleistych, było związane głównie ze wzrostem ich podaży spowodowanym korzystnymi warunkami agrometeorologicznymi. W kierunku spadku cen mleka oddziaływało ponadto obniżanie się popytu ze strony Chin oraz Rosji<sup>14</sup>. Spadek popytu związany pośrednio z konfliktem rosyjsko-ukraińskim i pogorszeniem koniunktury w Rosji przyczyniał się również do spadku cen mięsa.

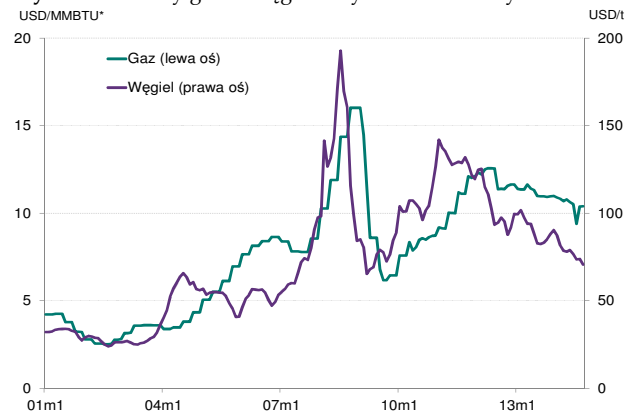
<sup>14</sup> Obniżenie popytu na mleko ze strony Chin jest spowodowane stopniowym odbudowywaniem rynku krajowego po jego gwałtownym załamaniu związanym z wykryciem melaminy w sproszkowanym mleku dla dzieci w 2008 r. Z kolei obniżenie popytu ze strony Rosji nastąpiło ze względu na embargo na produkty mleczne z niektórych krajów rozwiniętych i Unii Europejskiej nałożone przez ten kraj w reakcji na sankcje gospodarcze w III kw. br. związane z konfliktem rosyjsko-ukraińskim.

**Wykres 1.19** Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

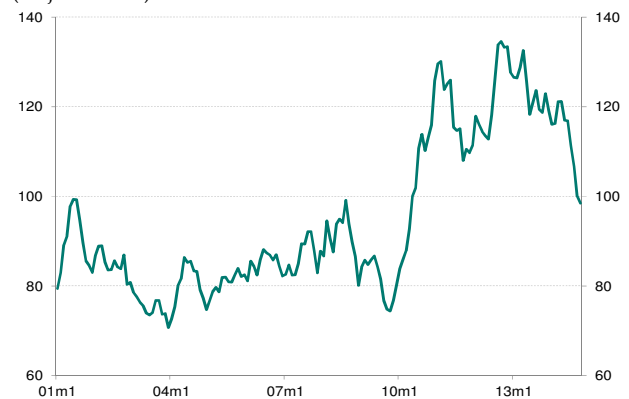
**Wykres 1.20** Ceny gazu i węgla na rynkach światowych



Źródło: Dane MFW.

\* MMBTU - Million British Thermal Unit; 1 BTU to ilość energii potrzebna do podniesienia temperatury jednego funta wody o jeden stopień Fahrenheitita.

**Wykres 1.21** Indeks cen surowców rolnych (ICSR) w EUR (maj 2010=100)\*



Źródło: Dane Bloomberg, Reuters, obliczenia NBP.

\*W skład indeksu wchodzi ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag wykorzystany w ICSR odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.



## 2 Gospodarka krajowa

### 2.1 Procesy inflacyjne

#### 2.1.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce obniżyła się i od lipca pozostaje ujemna (por. Ramka 3: *Deflacja – ocena ryzyka dla Polski*). We wrześniu wyniosła  $-0,3\%$  r/r (Wykres 2.1, Tabela 2.1).

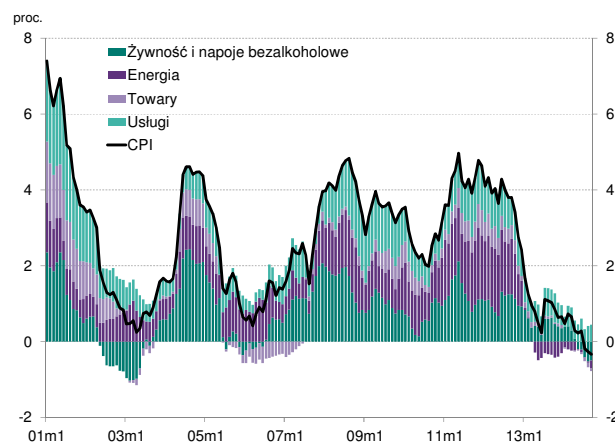
Obniżenie się dynamiki cen konsumpcyjnych wynikało przede wszystkim ze spadku cen żywności, który był związany z wysokimi zbiorami surowców rolnych w kraju, a także spadkiem cen surowców rolnych na rynkach światowych (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowców*). Dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku spadku cen żywności jest rosyjskie embargo na import z Polski towarów rolno-spożywczych.

Do obniżenia dynamiki cen konsumpcyjnych przyczynił się również spadek cen energii, będący następstwem spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych.

W kierunku spadku inflacji oddziaływał także brak presji popytowej i kosztowej, na co wskazuje utrzymująca się ujemna dynamika cen towarów nieżywnościowych oraz dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu (por. rozdz. 2.1.2 *Inflacja bazowa* i rozdz. 2.1.3 *Ceny produkcji sprzedanej przemysłu*).

Spadkowi dynamiki cen w kraju sprzyjało obniżenie się inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki, szczególnie w krajach strefy euro (por. rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą*).

Wykres 2.1 Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (r/r)



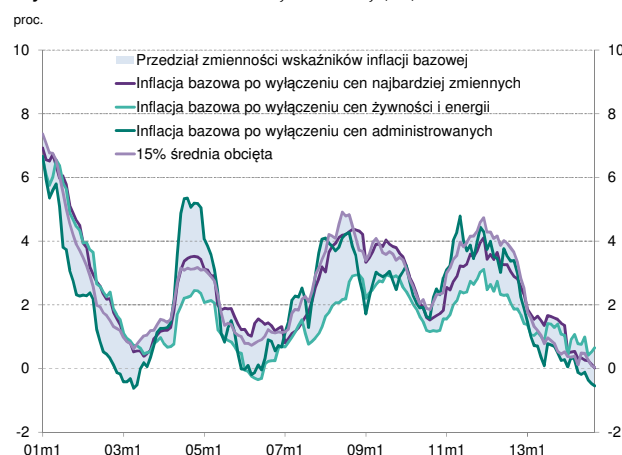
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2.1 Tempo zmian głównych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych (proc., r/r)

2014									
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz
<b>CPI</b>	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3
<b>Żywność i napoje</b>	1,6	1,6	1,2	0,3	-0,8	-0,9	-1,7	-2,1	-2,0
<b>Energia</b>	-0,8	-1,1	-1,3	-1,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	-1,1
<b>Towary</b>	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2
<b>Usługi</b>	1,0	2,0	2,2	1,7	1,7	2,2	1,2	1,5	1,6

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

### 2.1.2 Inflacja bazowa

Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżyły się wszystkie miary inflacji bazowej (Wykres 2.2), czemu sprzyjał brak presji popytowej i kosztowej w gospodarce.

Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się z 0,8% r/r w maju br. do 0,4% r/r w lipcu, po czym ponownie wzrósł do 0,7% r/r we wrześniu. Na zmiany tego wskaźnika wpływały głównie wahania dynamiki cen usług wynikające ze statystycznych efektów bazy<sup>15</sup>.

Pozostałe wskaźniki inflacji bazowej obniżyły się natomiast do najniższych historycznie poziomów<sup>16</sup>.

### 2.1.3 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

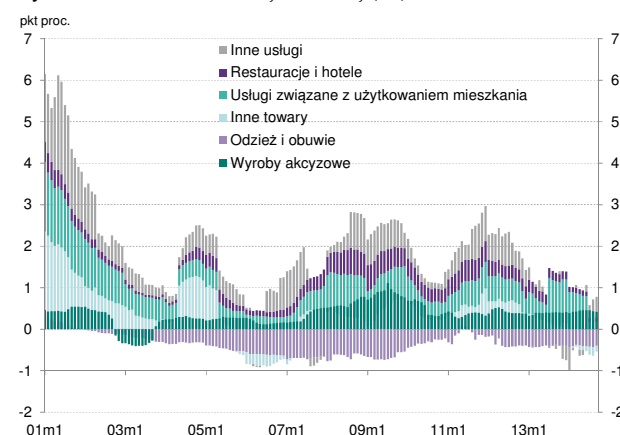
Roczna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) pozostaje ujemna od dwóch lat. W III kw. br. inflacja PPI obniżyła się z -1,2% r/r w II kw. br. do -1,7% r/r. Spadek PPI dotyczył zarówno dóbr krajowych, jak i eksportowanych. Wskazuje to na utrzymujący się brak presji kosztowej w gospodarce (Wykres 2.4).

Dynamika PPI pozostaje ujemna z uwagi na spadek cen surowców przemysłowych, przy wciąż niskiej – pomimo pewnego wzrostu – dynamice jednostkowych kosztów pracy w przemyśle (por. rozdz. 2.4. *Rynek pracy*).

### 2.1.4 Ceny importu

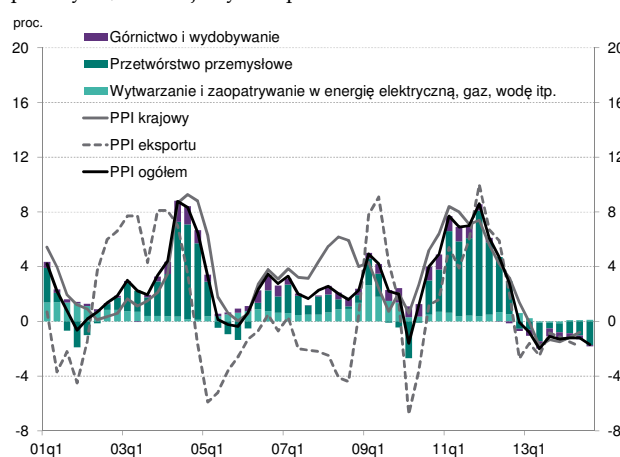
W I półroczu br. utrzymał się spadek cen towarów importowanych wyrażonych w złotych (Wykres 2.5). Ceny importu obniżyły się w I kw. o 1,8% r/r, a w II kw. o 3,5% r/r. Spadek cen importu wynikał w tym okresie głównie z silniejszego niż rok wcześniej kursu złotego względem dolara.

Wykres 2.3 Struktura inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu.



Źródło: Dane GUS i Eurostat.

<sup>15</sup> Statystyczne efekty bazy w przypadku cen usług były związane przede wszystkim ze znaczną podwyżką opłat za wywóz nieczystości w lipcu ub. r. oraz z obniżką opłat za przedszkola we wrześniu ub. r.

<sup>16</sup> Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen administrowanych obniżył się we wrześniu br. do -0,5% r/r, tj. do poziomu bliskiego historycznemu minimum osiągniętego w kwietniu 2003 r. (-0,6% r/r).

### 2.1.5 Oczekiwania inflacyjne

Wraz z obniżeniem inflacji, od kilku kwartałów obniżają się także oczekiwania inflacyjne.

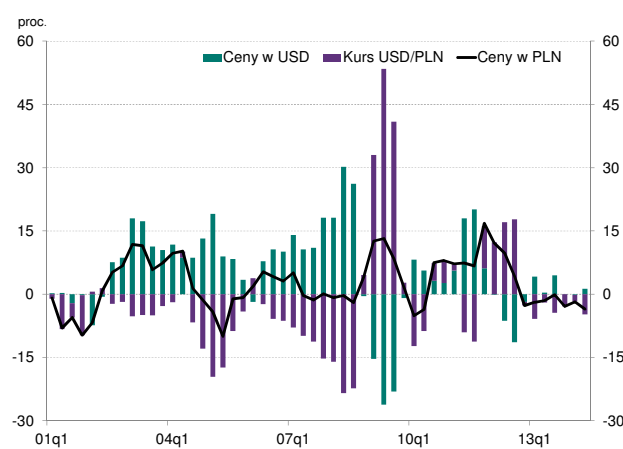
Od publikacji poprzedniego *Raportu* analitycy sektora finansowego obniżyli oczekiwania dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy z 2,0% do 1,7% w październiku br. (Wykres 2.6). Jednocześnie stopniowo obniżały się też prognozy analityków dotyczące inflacji średniorocznej w 2015 i 2016 r.

Według *Ankiety Makroekonomicznej NBP*<sup>17</sup> z września br. prognoza centralna inflacji średniorocznej w 2014 r. kształtuje się na poziomie 0,2%, w 2015 r. 1,2%, a w 2016 r. 2,1%. Jednocześnie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w przedziale odchyień od celu inflacyjnego wynosi 31% w 2015 r. i 70% w 2016 r. (Tabela 2.2)

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy obniżyły się w III kw. br. do 0,2% z 0,6% w I kw. br.<sup>18</sup>. Struktura odpowiedzi ankietowanych przedsiębiorstw wskazuje, że w porównaniu z I kw. w kolejnych kwartałach wyraźnie zwiększył się odsetek podmiotów spodziewających się stabilizacji cen w horyzoncie 12 miesięcy lub ich spadku.

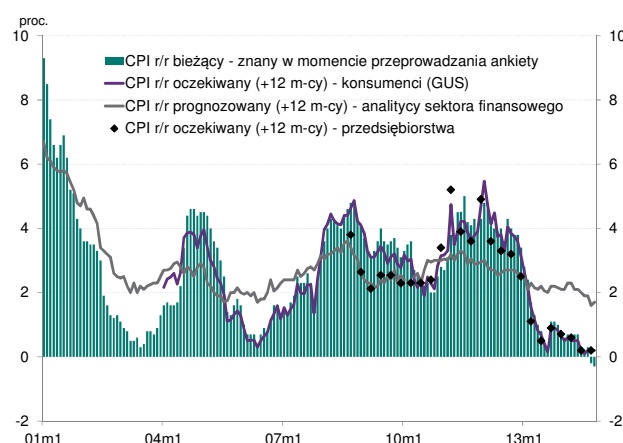
Oczekiwania inflacyjne konsumentów kształtują się – podobnie jak przedsiębiorstw – na poziomie zbliżonym do zera. Od połowy br. zobiektywizowana miara tych oczekiwań jest

**Wykres 2.5** Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.6** Oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw oraz prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego



Źródło: Dane Ipsos, GUS, Reuters, NBP.

Dla konsumentów i przedsiębiorstw – miara zobiektywizowana.

<sup>17</sup> Ankieta Makroekonomiczna NBP jest przeprowadzana z częstotliwością kwartalną. Uczestniczą w niej eksperci z instytucji finansowych, ośrodków badawczych oraz organizacji pracodawców i pracobiorców. Ich prognozy są formułowane w kategoriach probabilistycznych, co pozwala uwzględnić różne scenariusze rozwoju sytuacji gospodarczej i ocenić stopień zgodności prognoz. Szczegółowe omówienie wyników ankiety – por. <http://amakro.nbp.pl>.

<sup>18</sup> Pytanie ankietowe adresowane do przedsiębiorstw jest formułowane w odniesieniu do bieżącej inflacji: „W ... [tu podaje się miesiąc, dla którego dostępne są najnowsze dane] br. wskaźnik CPI (inflacja) wyniósł ...% w relacji rocznej. Zdaniem przedsiębiorstwa w ciągu najbliższych 12 m-cy ceny: (1) będą rosły szybciej niż dotychczas; (2) będą rosły w tym samym tempie; (3) będą rosły wolniej; (4) pozostaną bez zmian; (5) spadną; (6) nie wiem”. W sytuacji, gdy bieżąca inflacja CPI staje się niedodatnia, pytanie zawiera dodatkowo informację o średniej inflacji CPI w dłuższym okresie poprzedzającym badanie ankietowe, a także więcej wariantów odpowiedzi dla respondentów oczekujących spadku cen. W badaniu ankietowym przeprowadzonym w III kw. 2014 r. pytanie ankietowe było następujące: „W lipcu br. wskaźnik CPI (inflacja) wyniósł -0,2% w relacji rocznej, zaś średni wskaźnik CPI w okresie ostatnich 6 m-cy wyniósł 0,3%. Zdaniem przedsiębiorstwa w ciągu najbliższych 12 m-cy ceny: (1) będą rosły szybciej niż średni wskaźnik CPI w ciągu ostatnich 6 m-cy; (2) będą rosły w tym samym tempie; (3) będą rosły wolniej; (4) pozostaną bez zmian względem lipca; (5) będą spadać wolniej niż w lipcu; (6) będą spadać w podobnym tempie; (7) będą spadać szybciej; (8) nie wiem”.

bliska zera<sup>19</sup>. Podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw, od początku br. wyraźnie wzrósł odsetek konsumentów spodziewających się stabilizacji cen w horyzoncie 12 miesięcy. Natomiast odsetek konsumentów oczekujących spadku cen nadal jest znikomy.

**Tabela 2.2.** Prognozy inflacji CPI otrzymane w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych (%)

Horyzont	Prognoza centralna	Przedział 50%	Przedział 90%	Prawdopodobieństwo przedziału 1,5-3,5%
2014	0,2	0,1– 0,4	-0,2 – 1,6	7%
2015	1,2	0,8– 1,7	-0,3 – 2,8	31%
2016	2,1	1,6 – 2,6	0,5 – 4,0	70%

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z września 2014 r.

### Ramka 3: Deflacja – ocena ryzyka dla Polski

Od grudnia 2012 r. inflacja CPI w Polsce kształtuje się poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%), a od lutego ub.r. również poniżej dolnej granicy odchyień od celu (1,5%). Od lipca br. roczna dynamika cen jest ujemna. Jednocześnie obniżyła się większość wskaźników inflacji bazowej (por. rozdz. 2.1 *Procesy inflacyjne*).

Ujemną dynamikę cen określa się często jako *deflację*. Waga i znaczenie wystąpienia deflacji w danym kraju są różne w zależności od jej przyczyn i powodowanych przez nią konsekwencji.

Doświadczenia historyczne wskazują, że spadek ogólnego poziomu cen był często związany z oddziaływaniem pozytywnych szoków podaźowych (wzrost wydajności w okresach rewolucji przemysłowych), co powodowało, że deflacji nie towarzyszył spadek produkcji czy zatrudnienia. Deflacja może wpłynąć niekorzystnie na gospodarkę, jeśli jej przyczyną jest chroniczna słabość popytu, prowadząca do długotrwałego obniżenia się dynamiki płac, oczekiwań płacowych, a z czasem także oczekiwań inflacyjnych. Przy trwale osłabionej dynamice dochodów deflacja może powodować zwiększenie się realnego ciężaru zadłużenia, co wpływa negatywnie na wypłacalność podmiotów gospodarczych (w tym także państw) i tym samym może ograniczać konsumpcję i zagregowany popyt<sup>20</sup>.

Można wskazać następujące warunki, przy których deflacja rodzi zagrożenia dla wzrostu gospodarczego:

- spadek cen towarów i usług konsumpcyjnych ma charakter ogólny i długotrwały;
- spadkowi cen towarzyszy długotrwałe załamanie cen na rynkach aktywów;
- spadkowi cen towarzyszy recesja lub stagnacja i pogorszenie sytuacji na rynku pracy;
- spadkowi cen towarzyszy istotne obniżenie oczekiwań płacowych i inflacyjnych.

W niniejszej ramce szerzej omówiono źródła niskiej inflacji w Polsce i jej otoczeniu, wskazując, że w przypadku Polski deflacja powinna okazać się względnie krótkotrwała i prawdopodobnie nie będzie stanowić zagrożenia dla krajowego wzrostu gospodarczego.

<sup>19</sup> Pytanie ankietowe dotyczące spodziewanych zmian cen jest w przypadku konsumenckiej ankiety GUS następujące: „Porównując do ostatnich 12 m-cy, jakie Pan(i) przewiduje zmiany cen konsumpcyjnych na najbliższe 12 m-cy? (1) nastąpi szybszy wzrost, (2) nastąpi wzrost w podobnym tempie, (3) będą wzrastały wolniej, (4) pozostaną mniej więcej na takim samym poziomie, (5) nastąpi spadek, (6) nie wiem”. Miara zobiektywizowana oczekiwań inflacyjnych jest otrzymana przy założeniu, że konsumenci oceniają bieżące zmiany cen zgodnie z wartościami wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych CPI publikowanymi przez GUS. W przypadku niedodatniej dynamiki cen, traktowanej jako przybliżenie zmian cen postrzeganych przez respondentów, interpretacja wyników ankiety staje się problematyczna, stąd metoda kwantyfikacji musi być zmodyfikowana. W takich okresach w procedurze kwantyfikacyjnej niedodatnia stopa inflacji jest zastępowana ostatnio notowaną dodatnią wartością inflacji bieżącej, co pozwala uniknąć sprzeczności z wariantami odpowiedzi na pytanie ankietowe traktującymi o przewidywanym wzroście cen. Techniczny charakter powyższego założenia sprawia, że w okresach niedodatniej inflacji bieżącej zobiektywizowana miara oczekiwań inflacyjnych cechuje się większą niepewnością i należy ją traktować jako przybliżenie.

<sup>20</sup> Na szkodliwy charakter deflacji mogą wskazywać doświadczenia Japonii, w której począwszy od 1999 r. do ub.r. z krótkimi przerwami miał miejsce spadek poziomu cen. Wynikał on głównie z trwałego obniżenia się popytu krajowego spowodowanego procesem delewarowania japońskich podmiotów gospodarujących, ale również w pewnym stopniu z obniżenia deflatora wydatków inwestycyjnych związanego z postępem technologicznym, deregulacją niektórych branż oraz aprecjacją japońskiego jena. Spadek poziomu cen mógł utrudniać proces delewarowania japońskiego sektora prywatnego po pęknięciu bańki na rynku aktywów przyczyniając się do osłabienia wzrostu gospodarczego. W świetle niektórych badań proces delewarowania mógł być utrudniany również przez politykę udzielania kredytów przez japoński sektor bankowy (por. BIS Working Paper No 188/2005).



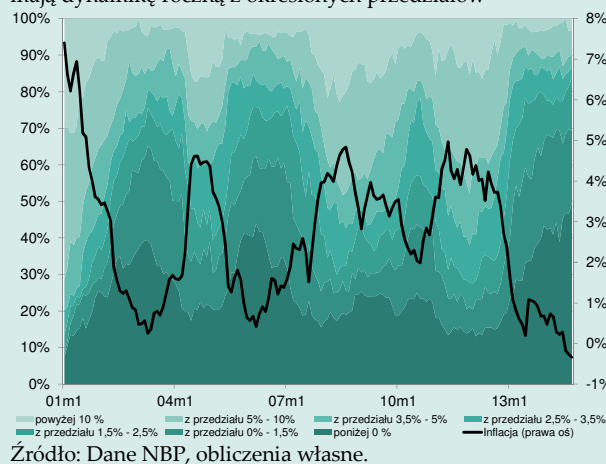
### Źródła niskiej inflacji na świecie

Polska nie jest jedynym krajem, w którym inflacja silnie się obniżyła w ostatnich latach. Inflacja pozostaje znacznie poniżej celów inflacyjnych w wielu krajach na świecie, szczególnie w większości krajów rozwiniętych oraz silnie z nimi powiązanych gospodarczo krajów rozwijających się (por. rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą*). Do występowania niskiej inflacji na świecie przyczyniają się obecnie trzy główne czynniki.

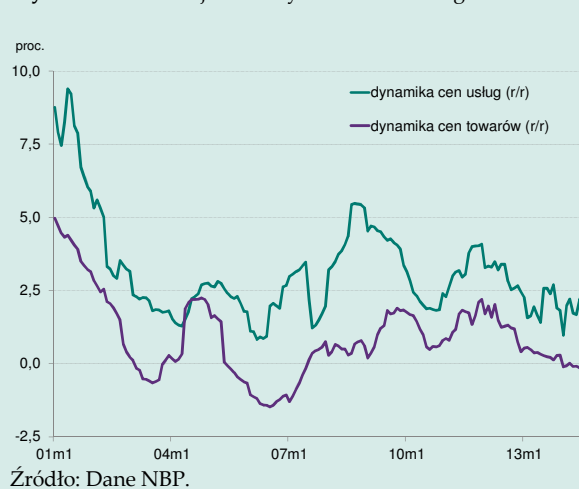
Po pierwsze, w ostatnich latach nastąpił silny wzrost wydobycia ropy naftowej i gazu ziemnego z łupków, co znacznie zwiększyło podaż tych surowców, zwłaszcza na rynku amerykańskim, oddziałując w kierunku niższych cen surowców energetycznych na świecie. W kierunku niższych cen surowców energetycznych na rynkach światowych oddziaływało również spowolnienie w Chinach. Po drugie, korzystne warunki agrometeorologiczne przyczyniły się w ostatnich kwartałach do wzrostu podaży towarów żywnościowych na rynkach światowych i spadku ich cen. Po trzecie, w kierunku obniżenia inflacji na świecie oddziałuje także trwający w wielu krajach rozwiniętych proces delewarowania i brak wyraźnej poprawy na tamtejszych rynkach pracy. Zwłaszcza trzeci z wymienionych czynników jest istotny w przypadku strefy euro, gdzie chroniczna słabość popytu jest głównym czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną.

W większości krajów rozwiniętych skala obniżenia inflacji bazowej jest wyraźnie mniejsza niż wskaźnika CPI. Wskazuje to, że przyczyny wyjątkowo niskiej inflacji w tych krajach mają w znaczącym stopniu również charakter podażowy. Generalnie wydaje się, że w gospodarce światowej tendencje deflacyjne mają przejściowy charakter, na co wskazuje stabilizowanie się oczekiwań inflacyjnych w większości krajów, wzrost cen aktywów oraz niski poziom stosowanego przez MFW indeksu ryzyka zagrożeń deflacyjnych (MFW WEO, kwiecień, październik 2014)<sup>21</sup>. Odmienne natomiast przedstawia się sytuacja w strefie euro, gdzie relatywnie wysokiemu bezrobociu oraz stagnacji popytu towarzyszy dosyć niska inflacja bazowa.

**Wykres R.3.1** Waga CPI dla składników koszyka, których ceny mają dynamikę roczną z określonych przedziałów



**Wykres R.3.2** Inflacja CPI i dynamika cen usług



### Ryzyko deflacyjne w Polsce

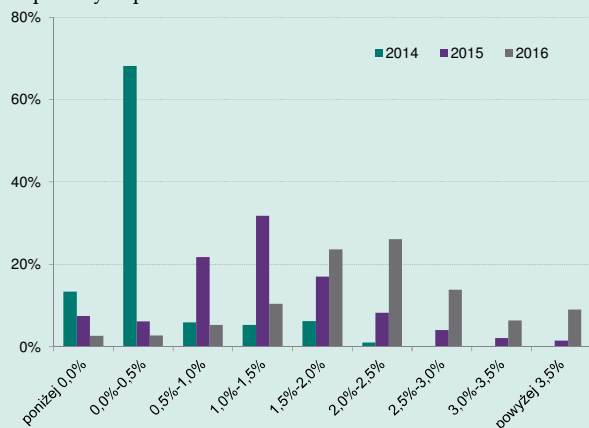
W Polsce silne obniżenie inflacji oraz obserwowana obecnie deflacja mają związek głównie z czynnikami zewnętrznymi, takimi jak spadek cen żywności i energii związana ze spadkiem cen surowców na rynkach światowych. Spadek cen żywności był pogłębiany przez korzystne warunki podażowe w kraju oraz embargo na eksport polskich produktów rolno-spożywczych wprowadzone przez Rosję. Dodatkowo w kierunku obniżenia dynamiki cen oddziałuje obniżająca się inflacja w strefie euro w warunkach relatywnie stabilnego kursu walutowego.

<sup>21</sup> Indeks zagrożeń deflacyjnych MFW (ang. *Index of Deflation Vulnerability*) bierze pod uwagę zmiany cen, wielkość luki popytowej, sytuację na rynkach finansowych oraz zmiany agregatów pieniężnych i kredytowych (por. Kumar i in., 2003, IMF WEO, kwiecień, październik 2014).

Charakter źródeł deflacji w Polsce sugeruje, że nie powinna ona obecnie nieść zagrożeń dla wzrostu gospodarczego.

Po pierwsze, choć obniżenie dynamiki cen poniżej zera ma charakter ogólny (Wykres R.3.1), to dotyczyło ono głównie towarów. Jednocześnie dynamika cen usług pozostała dodatnia, obniżając się w relatywnie niewielkim stopniu (Wykres R.3.2). Biorąc pod uwagę, że usługi podlegają wymianie handlowej w bardziej ograniczonym zakresie niż towary, wskazuje to na mniejszą rolę czynników krajowych w procesach dezinflacyjnych w Polsce.

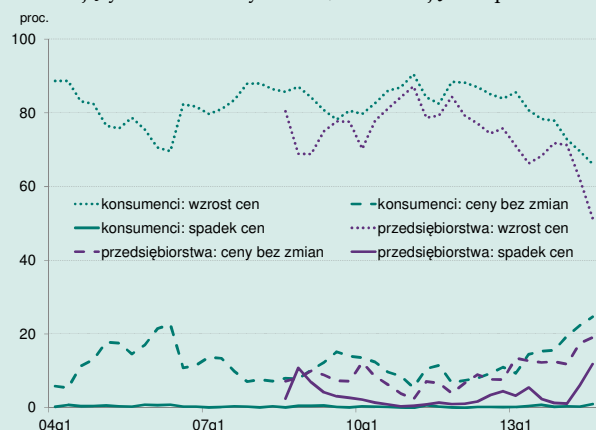
**Wykres R.3.3** Prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w podanych przedziałach



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych *Ankiety Makroekonomicznej NBP – wrzesień 2014*.

czynnikiem w ograniczaniu ryzyka wystąpienia szkodliwej makroekonomicznie deflacji jest indeks ryzyka deflacji MFW, który dla Polski przyjmuje niską wartość.

**Wykres R.3.4** Odsetek konsumentów i przedsiębiorstw deklarujących oczekiwany wzrost, stabilizację lub spadek cen

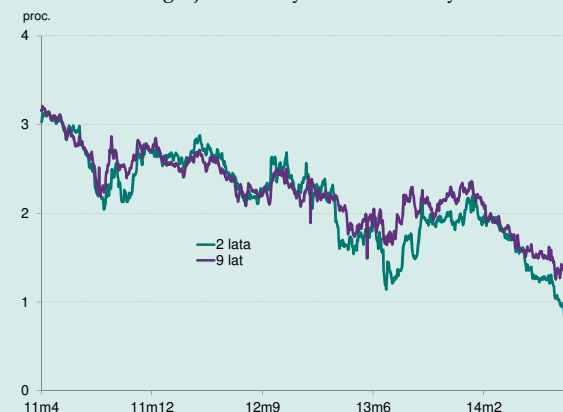


Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS i NBP.

Po drugie, ryzyko deflacji w Polsce ogranicza stabilny, pomimo pewnego spowolnienia, wzrost gospodarczy (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*), który – w przeciwieństwie do sytuacji w części krajów członkowskich strefy euro – nie jest hamowany procesami delewarowania, a także korzystna sytuacja na rynku pracy przekładająca się na utrzymanie wzrostu płac (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). Ponadto w Polsce ceny aktywów finansowych utrzymują się w trendzie wzrostowym pomimo spowolnienia gospodarczego i zagrożeń geopolitycznych, natomiast ceny nieruchomości pozostają stabilne, a w przypadku rynku pierwotnego w niektórych miastach – powoli rosną (por. rozdz. 2.5.3 *Ceny mieszkań*).

Indykatorem uwzględniającym rolę wszystkich tych

**Wykres R.3.5** Oczekiwania inflacyjne implikowane z rentowności obligacji skarbowych indeksowanych do inflacji



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Bloomberg.

Po trzecie, na ograniczone ryzyko przedłużającej się deflacji wskazuje to, że analitycy, podmioty gospodarcze i uczestnicy rynku nie oczekują utrzymania się deflacji w dłuższym horyzoncie. W szczególności, według prognoz probabilistycznych uzyskanych z ostatniej *Ankiety Makroekonomicznej NBP*, scenariusz deflacyjny ma w opinii analityków niewielkie prawdopodobieństwo realizacji (Wykres R.3.3). Jest ono stosunkowo największe w tym roku, a następnie obniża się w okolice zera, co potwierdza przejściowy w opinii tych analityków charakter deflacji. Na podobny scenariusz wskazują oczekiwania podmiotów gospodarujących. Choć od kilku kwartałów wyraźnie maleje odsetek gospodarstw domowych i przedsiębiorstw przewidujących wzrost cen w ciągu kolejnych 12 miesięcy, to jednak w przypadku obu grup podmiotów wyraźnie większy jest odsetek oczekujących stabilizacji cen niż ich spadku (Wykres R.3.4). W II kwartale br. przewidywany spadek cen w ciągu kolejnych 12 miesięcy deklarowało zaledwie 1% konsumentów oraz 12% przedsiębiorstw. Jednak miary

oczekiwań inflacyjnych implikowane z rentowności obligacji skarbowych indeksowanych do inflacji obniżyły się istotnie w ostatnich miesiącach i kształtują się znacznie poniżej celu inflacyjnego NBP<sup>22</sup> (Wykres R.3.5).

Podsumowując, można stwierdzić, że prawdopodobieństwo utrzymania się deflacji w Polsce przez okres dłuższy niż do końca br. jest na razie ograniczone, choć wzrosło ryzyko kształtowania się inflacji na dodatnim, lecz obniżonym i znacznie niższym od celu inflacyjnego NBP poziomie. W związku z tym, chcąc ograniczyć ryzyko utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w ostatnim okresie stopy procentowe (por. rozdz. 2.5 *Rynki aktywów*).

## 2.2 Popyt i produkcja

W II kw. br. wzrost gospodarczy w Polsce nieznacznie spowolnił – do 3,3% z 3,4% r/r w I kw. br. (Wykres 2.7, Tabela 2.3).

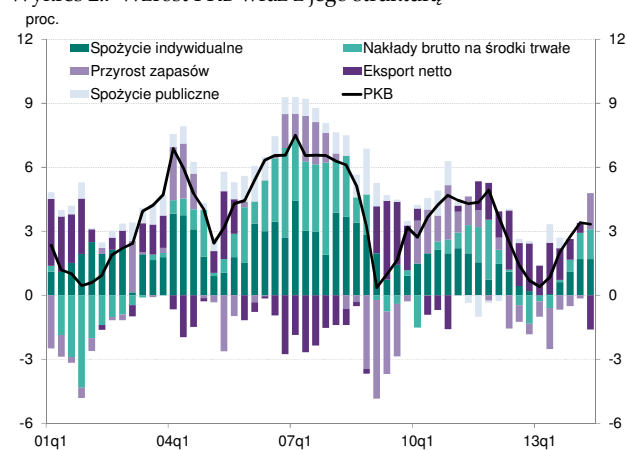
Do obniżenia wzrostu przyczynił się znaczący spadek wkładu eksportu netto oraz spowolnienie wzrostu inwestycji. Zmniejszenie wkładu eksportu netto wynikało z obniżenia dynamiki popytu zagranicznego, przy wzroście dynamiki importu. Towarzyszył temu stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie w kierunku zwiększenia dynamiki PKB oddziaływał istotny wzrost wkładu zapasów do wzrostu PKB.

Podobne tendencje – tj. zmniejszenie dynamiki eksportu i wzrost zapasów – można było zaobserwować w innych krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*). Mogą one świadczyć o niedostosowaniu wielkości produkcji firm do osłabionego popytu, w szczególności zagranicznego, w II kw. br.

### 2.2.1 Popyt konsumpcyjny

W II kw. br. wzrost spożycia indywidualnego w ujęciu rocznym przyspieszył nieznacznie (do 2,8% r/r z 2,6% r/r w I kw., Wykres 2.8) i był zbliżony do wieloletniej średniej. Popyt konsumpcyjny w II kw. wspierany był przez wzrost realnych

Wykres 2.7 Wzrost PKB wraz z jego strukturą



Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.3 Tempo wzrostu PKB i wybranych składowych (r/r) oraz wkład przyrostu zapasów i eksportu netto do PKB

	2009	2010	2011	2012	2013				2014	
					q1	q2	q3	q4	q1	q2
<b>PKB (%)</b>	1,6	3,9	4,5	1,9	0,5	0,8	1,9	2,7	3,4	3,3
<b>Spożycie indywidualne (%)</b>	2,1	3,2	2,6	1,2	0,0	0,2	1,0	2,1	2,6	2,8
<b>Spożycie publiczne (%)</b>	2,1	4,1	-1,7	0,2	-0,1	4,3	1,7	2,1	0,7	0,8
<b>Nakłady brutto na środki trwałe (%)</b>	-1,2	-0,4	8,5	-1,7	-2,1	-3,2	0,6	1,3	10,7	8,4
<b>Przyrost zapasów (pkt proc.)</b>	-2,4	2,0	0,6	-0,6	-0,5	-2,0	-0,5	-0,7	-0,1	1,7
<b>Eksport netto (pkt proc.)</b>	2,7	-0,7	0,9	2,0	1,3	2,5	1,4	1,5	0,5	-1,6

Źródło: Dane GUS.

<sup>22</sup> Oczekiwania inflacyjne szacowane na podstawie rentowności obligacji skarbowych indeksowanych do inflacji mogą być w pewnym stopniu zaburzone przez ograniczenie płynności na rynku tych obligacji na początku br.

wynagrodzeń w warunkach nadal rosnącego zatrudnienia. Jednocześnie rosła akcja kredytowa dla gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądz*).

Pomimo nieznacznego wzrostu dynamiki wydatków konsumpcyjnych w II kw. miał miejsce spadek dynamiki sprzedaży detalicznej we wszystkich głównych kategoriach produktów<sup>23</sup>. Do osłabienia dynamiki sprzedaży dóbr mógł przyczynić się wzrost skłonności do oszczędzania oraz wyhamowanie wzrostu skłonności do dokonywania ważnych zakupów deklarowane w badaniach GUS w II kw.

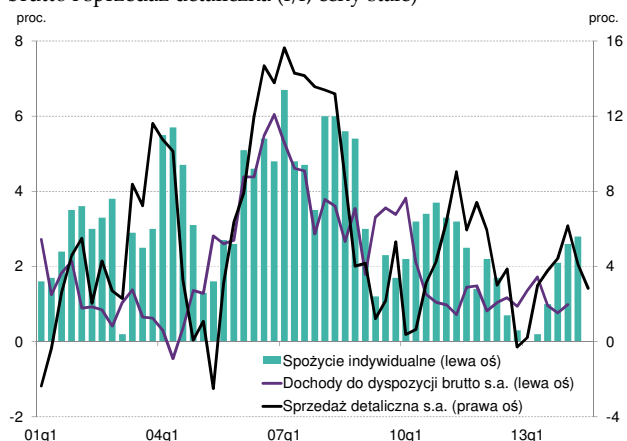
W III kw. spadek rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej pogłębił się. Jednocześnie nastroje konsumentów pozostawały korzystne (Wykres 2.9), czemu sprzyjała stabilna sytuacja na rynku pracy i utrzymujący się wzrost wynagrodzeń w gospodarce (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). Wskazuje to na możliwość utrzymania się stabilnej dynamiki popytu konsumpcyjnego w III kw.

### 2.2.2 Popyt inwestycyjny

W II kw. br. wzrost inwestycji w gospodarce nieznacznie spowolnił. W ocenie przedsiębiorstw perspektywy aktywności inwestycyjnej w III kw. pozostały korzystne, jednak w IV kw. oczekiwane jest ich pogorszenie.

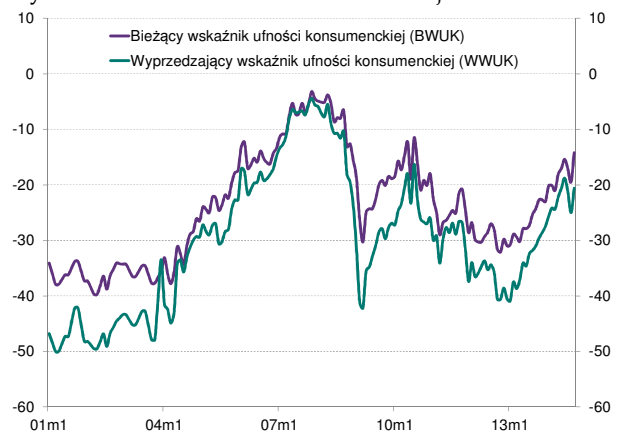
Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe w II kw. wyniosła 8,4% r/r wobec 10,7% r/r w I kw. Spowolnienie wzrostu inwestycji wynikało głównie z osłabienia wzrostu nakładów inwestycyjnych firm na środki transportu po wygaśnięciu możliwości odliczenia podatku VAT od zakupu aut z homologacją ciężarową (Wykres

**Wykres 2.8** Spożycie indywidualne, dochody do dyspozycji brutto i sprzedaż detaliczna (r/r, ceny stałe)



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

**Wykres 2.9** Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

<sup>23</sup> Ponadto dane o sprzedaży detalicznej obejmują głównie sprzedaż towarów, natomiast dane o wielkości konsumpcji prywatnej z rachunków narodowych uwzględniają również wydatki na usługi, które charakteryzują się mniejszą cyklicznością. Ponadto ukazujące się co miesiąc dane o sprzedaży detalicznej dotyczą sprzedaży w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób, a więc próby, w której nadreprezentowane są sklepy wielkopowierzchniowe charakteryzujące się niższym poziomem cen w stosunku do ogółu sklepów. Może to powodować większą zmienność danych o sprzedaży detalicznej w porównaniu z danymi o wydatkach konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Szerzej o sprzedaży detalicznej i spożyciu indywidualnym w: *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej*, GUS, Warszawa 2013, s. 551 i 692.

2.10). Ponadto w II kw. obniżyła się nieznacznie dynamika wydatków firm na maszyny i urządzenia. Natomiast przyspieszył wzrost nakładów inwestycyjnych na budynki i budowle (por. rozdz. 2.5.3 *Ceny mieszkań*).

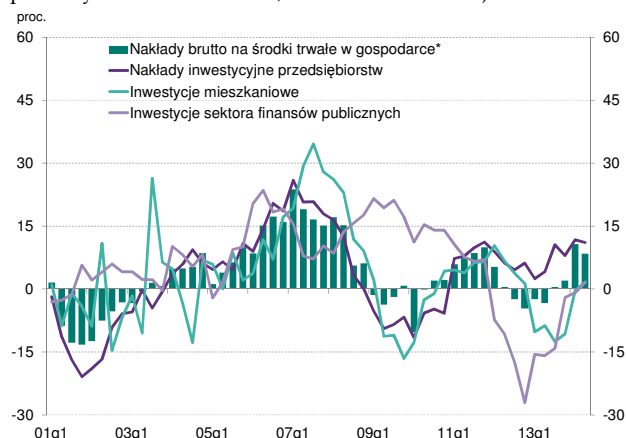
Spowolnienie wzrostu inwestycji firm dotyczyło aktywności inwestycyjnej eksporterów. Z kolei w firmach nieeksportujących wzrost nakładów inwestycyjnych przyspieszył (Wykres 2.11).

Pomimo nieznacznego spowolnienia, aktywność inwestycyjna firm w II kw. utrzymała się na relatywnie wysokim poziomie i pozostała głównym motorem popytu inwestycyjnego w gospodarce.

Obniżeniu dynamiki inwestycji przedsiębiorstw w II kw. towarzyszył wzrost inwestycji sektora finansów publicznych, związany głównie ze wzrostem wydatków majątkowych jednostek samorządu terytorialnego. Jednocześnie zwiększyły się inwestycje mieszkaniowe. Wzrostowi nakładów gospodarstw domowych sprzyjała wysoka dostępność kredytowa mieszkań, związana ze stabilną sytuacją na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), obniżaniem się cen nieruchomości na rynku wtórnym (por. rozdz. 2.5.3 *Ceny mieszkań*), a także historycznie niskim oprocentowaniem kredytów hipotecznych<sup>24</sup> (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądz*).

Według badań koniunktury NBP przedsiębiorstwa przewidują obniżenie dynamiki inwestycji w IV kw. po pewnym jej wzroście w III kw<sup>25</sup>. O pogorszeniu perspektyw aktywności inwestycyjnej świadczyć może obniżenie się odsetka przedsiębiorstw planujących nowe inwestycje oraz spadek salda planowanych zmian wielkości nakładów inwestycyjnych w perspektywie

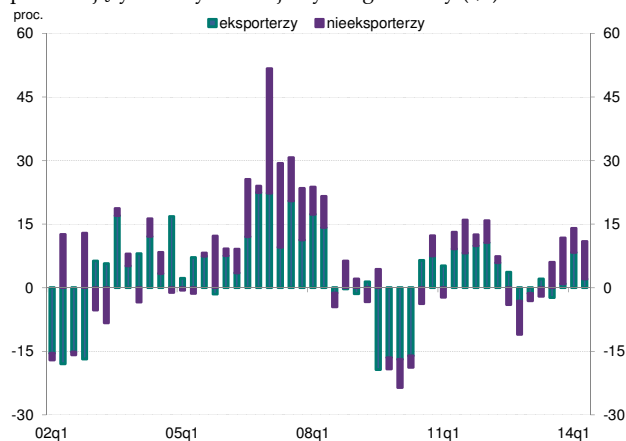
**Wykres 2.10** Inwestycje w gospodarce (r/r, szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane)



Źródło: Szacunki NBP.

\*Dane GUS (dane nieodsezonowane).

**Wykres 2.11** Dynamika nakładów inwestycyjnych firm produkujących na rynek krajowy i zagraniczny (r/r)



Źródło: Dane GUS.

<sup>24</sup> Dodatkowym czynnikiem przyczyniającym się w pewnym stopniu do wzrostu inwestycji mieszkaniowych jest możliwość skorzystania przez część kredytobiorców z rządowego programu „Mieszkanie dla Młodych” (por. rozdz. 2.5.3 *Ceny mieszkań*).

<sup>25</sup> Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kwartale 2014 r. oraz prognoz koniunktury na IV kwartał 2014 r., NBP.

kwartału (Wykres 2.12)<sup>26</sup>. Na możliwe spowolnienie aktywności inwestycyjnej firm wskazuje również spadek w I półroczu br. wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji. Do zmniejszenia skłonności firm do inwestowania mogło przyczynić się pogorszenie nastrojów w sektorze przedsiębiorstw w warunkach spowolnienia aktywności gospodarczej w kraju i osłabienia koniunktury za granicą.

Pomimo znacznego spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej (por. rozdz. 2.2.5 *Produkcja*), wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle i w sektorze przedsiębiorstw w III kw. pozostało relatywnie wysokie (Wykres 2.13).

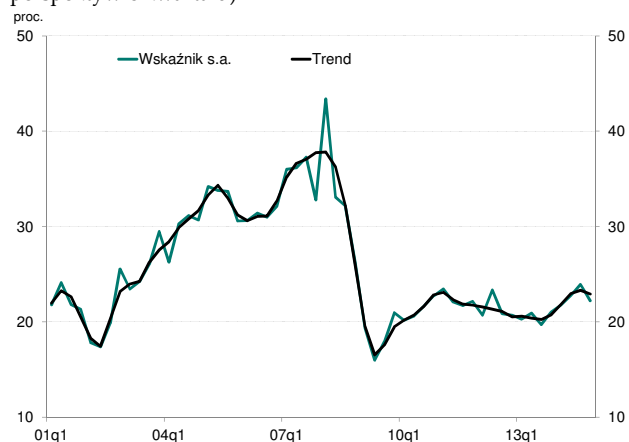
### 2.2.3 Popyt sektora finansów publicznych

W okresie styczeń-wrzesień br. deficyt budżetu państwa wyniósł 22,4 mld zł, co stanowi 47,1% planu rocznego (Wykres 2.14)<sup>27</sup>.

Dochody ogółem budżetu państwa po wrześniu br. były wyższe o 2,4% w porównaniu z analogicznym okresem ub.r., przy czym dochody podatkowe wzrosły o 6,8% r/r. Wysoka dynamika wpływów podatkowych wiązała się przede wszystkim ze znaczącym wzrostem dochodów z VAT (o 11,4% r/r), wynikającym z przyspieszenia wzrostu gospodarczego w I kw. oraz wprowadzonych zmian legislacyjnych<sup>28</sup>.

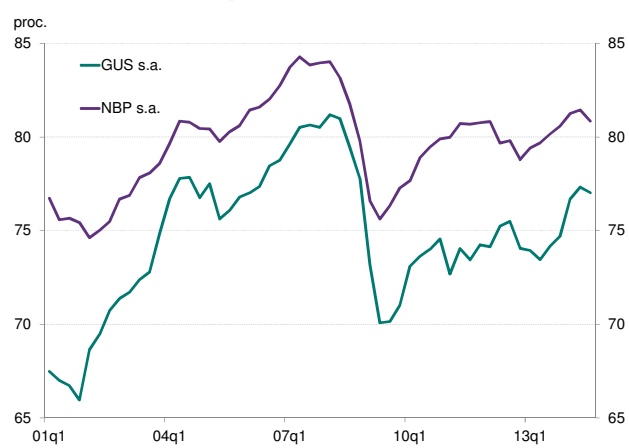
Wydatki budżetu państwa w tym samym okresie obniżyły się o 1,0% r/r. Ich spadek wiązał się z niższymi kosztami obsługi długu publicznego (o 19,8% r/r), głównie w efekcie umorzenia obligacji

**Wykres 2.12** Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału)



Źródło: Badania koniunktury NBP.

**Wykres 2.13** Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP)



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

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

<sup>26</sup> Pogorszenie perspektyw aktywności inwestycyjnej w IV kw. dotyczy wszystkich firm niezależnie od stopnia zaangażowania w sprzedaż zagraniczną. Na mniejszy optymizm przedsiębiorstw nieeksportujących wskazuje jednak obniżenie salda prognoz inwestycji kwartalnych, natomiast plany dotyczące rozpoczynania nowych inwestycji nie uległy istotnym zmianom. Jednocześnie w dalszym ciągu eksporterzy pozostają bardziej optymistyczni w swoich planach inwestycyjnych niż firmy nieeksportujące, na co wskazuje zarówno wyższy poziom wskaźnika nowych inwestycji, jak też salda planowanych zmian wielkości nakładów inwestycyjnych w perspektywie kwartału.

<sup>27</sup> W ub.r. po wrześniu zrealizowano deficyt na poziomie 70,3% rocznego wykonania.

<sup>28</sup> Pod koniec 2013 r. weszły w życie rozwiązania mające zapobiegać wyłudzeniu zwrotów VAT - rozszerzono stosowanie mechanizmu tzw. odwróconego obciążenia (*reverse charge*) oraz wprowadzono zasadę solidarnej odpowiedzialności nabywcy. Ponadto zmiany zasad opodatkowania samochodów służbowych spowodowały znaczący wzrost sprzedaży tych pojazdów w I kw. br., co powiększyło wpływy z VAT w tym okresie.

skarbowych przekazanych przez OFE do ZUS. Jednocześnie znacznie wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. była dotacja budżetowa zasilaająca Fundusz Ubezpieczeń Społecznych<sup>29</sup>.

Jednostki samorządu terytorialnego (JST) zanotowały w I połowie br. nadwyżkę w wysokości 9,6 mld zł, tj. o 1,6 mld zł wyższą niż w ub.r. (Wykres 2.15). Na poprawę wyniku wpłynęła wysoka dynamika dochodów z PIT<sup>30</sup> oraz niski wzrost wydatków bieżących (o 3,3% r/r). Jednocześnie odnotowano wyraźny wzrost wydatków majątkowych samorządów (o 27,7% r/r), w tym finansowanych środkami unijnymi.

W I połowie br. nastąpiła poprawa salda Funduszu Ubezpieczeń Społecznych w porównaniu do analogicznego okresu ub.r., co wiązało się z zasilaniem Funduszu w I półroczu br. wyższą kwotą dotacji z budżetu państwa, a także dodatkowymi wpływami pochodzącymi z aktywów OFE przekazanych do ZUS. Sytuacja finansowa Funduszu Pracy w I połowie br. poprawiła się w porównaniu do ub.r., co wynikało przede wszystkim ze znacznego spadku wydatków na zasiłki dla bezrobotnych (o 18,9% r/r). Saldo Narodowego Funduszu Zdrowia było zbliżone do zeszłorocznego.

W wyniku zamrożenia płac w sferze budżetowej i ograniczonego wzrostu wydatków bieżących jednostek sektora instytucji rządowych i samorządowych, realne tempo wzrostu spożycia publicznego w I połowie br. utrzymywało się na niskim poziomie 0,7% r/r (w ujęciu ESA95).

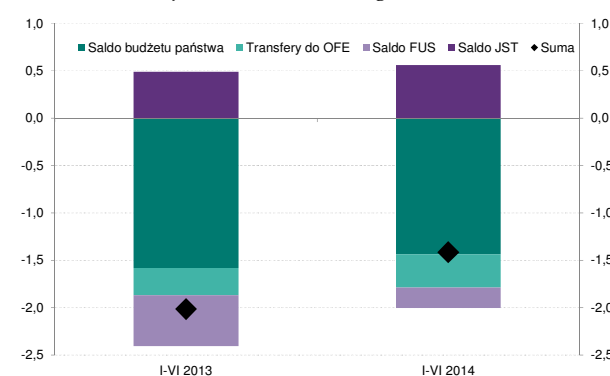
W pierwszym półroczu br. nastąpił wzrost inwestycji publicznych o 5,2% r/r (w ujęciu

Wykres 2.14 Realizacja budżetu państwa w okresie styczeń-wrzesień



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

Wykres 2.15 Wybrane składniki salda SFP w I półroczu 2013 r. i 2014 r. w realizacji do PKB (całorocznego)



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów i ZUS.

<sup>29</sup> W okresie styczeń-wrzesień br. niedobór Funduszu Ubezpieczeń Społecznych finansowany był głównie dotacją z budżetu państwa, która wyniosła 28,0 mld zł, wobec kwoty 24,8 mld zł przekazanej w tym samym okresie ub.r., kiedy to niedobór FUS finansowano w większym stopniu pożyczką z budżetu państwa. Jednocześnie w całym br. dotacja z budżetu państwa do ZUS ma wynieść 30,4 mld zł wobec 37,1 mld zł wypłaconych w ub.r.

<sup>30</sup> Dynamika wpływów z PIT w samorządach w I połowie br. (9,4% r/r) była znacznie wyższa niż w budżecie państwa (4,9% r/r), co wiązało się ze spadkiem zryczałtowanego podatku dochodowego od odsetek od lokat bankowych, który zasila jedynie budżet państwa oraz podniesieniem wskaźnika udziału gmin we wpływach z PIT.

nominalnym ESA2010) po dwóch latach znaczących spadków. Ponowny wzrost inwestycji publicznych miał związek głównie z wysokimi wydatkami majątkowymi jednostek samorządu terytorialnego.

Według szacunków Ministerstwa Finansów, przedstawionych w październikowej notyfikacji fiskalnej, saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2014 r., zgodnie z obowiązującym od jesieni br. ujęciem ESA2010, obniży się z 4,0% PKB w 2013 r. do 3,3% PKB.

Na 2015 r. zapowiadany jest dalszy spadek deficytu poniżej poziomu 3% PKB, zgodnie z zaleceniami Komisji Europejskiej w ramach procedury nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure* – EDP), czemu mają sprzyjać głównie zmiany w zakresie funkcjonowania OFE, zamrożenie płac w sferze budżetowej, w tym brak podwyżek dla nauczycieli<sup>31</sup>, a także brak indeksacji skali podatkowej PIT.

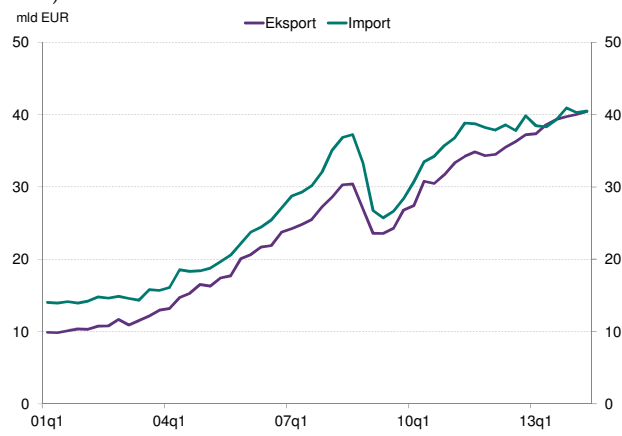
#### 2.2.4 Eksport i import

Wobec pogorszenia koniunktury w otoczeniu Polski, w II kw. br. wzrost eksportu spowolnił (do 4,8% r/r z 7,1% r/r w I kw.; Wykres 2.16)<sup>32</sup>. Towarzyszył temu dalszy wzrost dynamiki importu (do 5,8% r/r z 4,7% r/r w I kw.)<sup>33</sup>.

Na spadek dynamiki eksportu w II kw. złożyło się wyraźne spowolnienie sprzedaży zagranicznej do strefy euro (do 6,9% r/r wobec 12,0% r/r w I kw.) oraz do pozostałych krajów UE (do 2,4% r/r z 7,6% r/r w I kw.; Wykres 2.17).

Do spowolnienia wzrostu eksportu do strefy euro – które objęło wszystkie główne grupy dóbr –

Wykres 2.16 Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (mld EUR)



Źródło: Dane GUS.

<sup>31</sup> Nie dotyczy to natomiast nauczycieli akademickich, których płace w latach 2013-2015 mają wzrosnąć łącznie o 30%.

<sup>32</sup> Prezentowane w tym rozdziale dynamiki odnoszą się do danych GUS niewyrównanych sezonowo.

<sup>33</sup> W okresie lipiec-sierpień br. aktywność w handlu zagranicznym Polski obniżyła się. Spadkowi eksportu (o -0,6% r/r), towarzyszyło wyhamowanie wzrostu importu (do -0,1% r/r). Do spadku eksportu przyczyniło się głównie ograniczenie sprzedaży zagranicznej do Rosji i na Ukrainę. Jednocześnie obniżyła się dynamika eksportu do krajów UE. Spadek sprzedaży zagranicznej Polski wraz ze spowolnieniem wzrostu krajowej aktywności gospodarczej przyczynił się do obniżenia dynamiki importu.



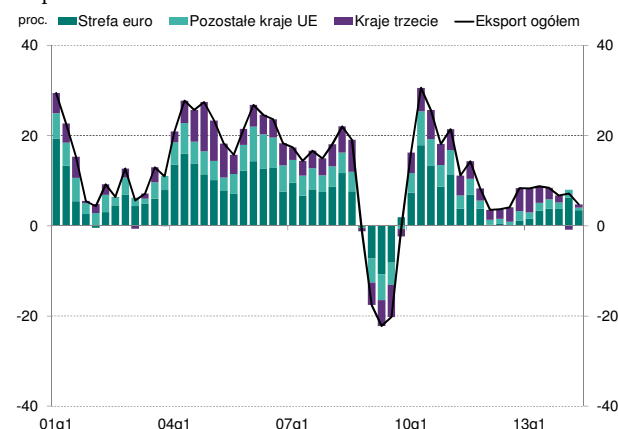
przyczyniło się wyhamowanie wzrostu gospodarczego w tym obszarze walutowym (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*) oraz obniżenie dynamiki sprzedaży zagranicznej strefy euro do krajów trzecich. Osłabienie aktywności gospodarczej w strefie euro mogło również – poprzez ograniczenie popytu na dobra wytwarzane w ramach międzynarodowych sieci dostaw – przyczynić się do spadku dynamiki sprzedaży polskich dóbr do pozostałych krajów UE.

Obniżeniu dynamiki eksportu do krajów UE towarzyszyło pogłębienie spadku sprzedaży zagranicznej do Rosji i na Ukrainę w związku z eskalacją napięć geopolitycznych i dalszym pogorszeniem koniunktury w tych gospodarkach. Pomimo ograniczenia sprzedaży polskich dóbr do Rosji i na Ukrainę, dynamika eksportu do krajów spoza UE wzrosła, głównie dzięki zwiększeniu dynamiki sprzedaży zagranicznej do pozaeuropejskich gospodarek rozwijających się.

W II kw. wzrost importu przyspieszył, wspierany przez zwiększenie dynamiki popytu krajowego. Jednocześnie w kierunku wzrostu importu oddziaływał utrzymujący się – choć niższy niż w poprzednim kwartale – wzrost produkcji eksportowej.

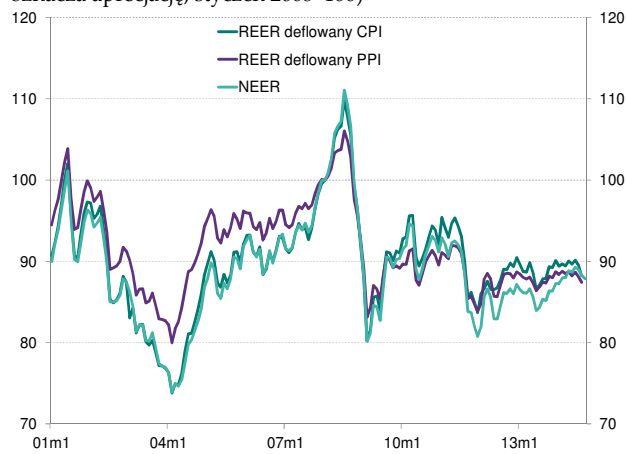
W II i III kw. nominalny efektywny kurs złotego nadal się umacniał nieznacznie się osłabił (Wykres 2.18). Jednocześnie, jak wskazują badania koniunktury NBP, w II i III kw. kurs rynkowy złotego wobec euro był nadal wyraźnie słabszy od deklarowanego przez przedsiębiorców kursu granicznego opłacalności eksportu (Wykres 2.19)<sup>34</sup>. W konsekwencji konkurencyjność cenowa sprzedaży zagranicznej pozostała wysoka, a odsetek przedsiębiorstw wskazujących kurs

**Wykres 2.17** Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu



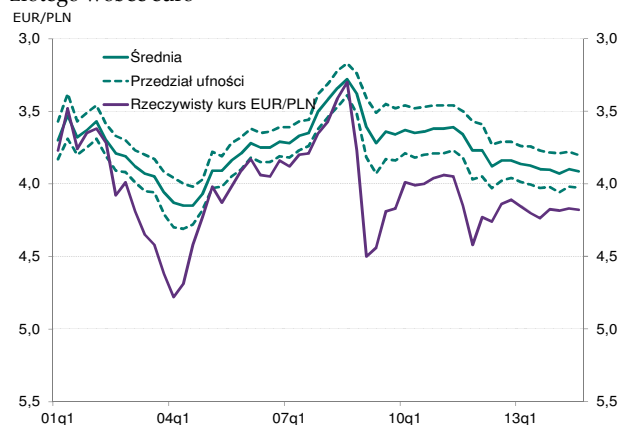
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 2.18** Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100)



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

**Wykres 2.19** Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu oraz rzeczywisty kurs złotego wobec euro



Źródło: Dane i szacunki NBP.

<sup>34</sup> Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach badań koniunktury NBP (Szybki Monitoring NBP). Pytanie ankiety: „Jaki jest progowy poziom kursu walutowego, przy którym eksport będzie (jest) nieopłacalny (w PLN)?”; Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kwartale 2014 r. oraz prognoz koniunktury na III kwartał 2014 r., NBP.

walutowy jako barierę rozwoju kształtował się na bardzo niskim poziomie<sup>35</sup>.

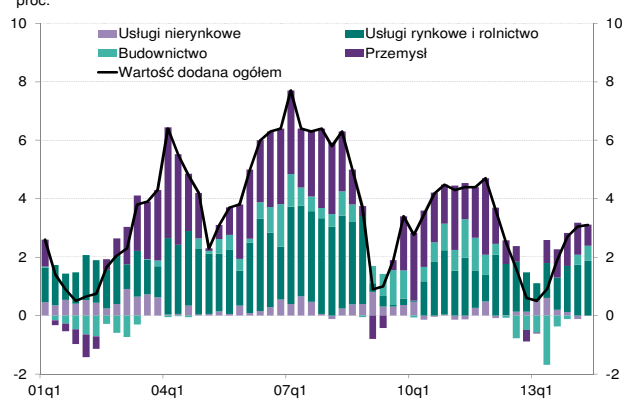
### 2.2.5 Produkcja

W II kw. br. roczna dynamika wartości dodanej brutto nieznacznie wzrosła (do 3,1% wobec 3,0% w I kw.), co było związane z dalszym przyspieszeniem wzrostu wartości dodanej w budownictwie oraz usługach<sup>36</sup>. Jednocześnie dynamika wartości dodanej w przemyśle osłabiła się znacząco (Wykres 2.20). Z kolei w III kw. sygnały osłabienia odnotowano we wszystkich sektorach.

Utrzymanie dobrej koniunktury w sektorze usług w II kw. było spowodowane głównie wzrostem dynamiki sprzedaży usług transportowych (do 5,7% r/r wobec 5,3% r/r w I kw.). Natomiast w handlu detalicznym i hurtowym pojawiły się oznaki osłabienia aktywności. Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*)<sup>37</sup>, zaś nominalna dynamika sprzedaży hurtowej obniżyła się do 2,5% r/r w II kw. (wobec 5,7% r/r w I kw.). W III kw. ponownie obniżyło się tempo wzrostu sprzedaży detalicznej (średnio do 3,0% r/r), zaś sprzedaż hurtowa w ujęciu nominalnym zmniejszyła się (średnio o 1,1% r/r). Jednocześnie dynamika sprzedaży usług transportowych nieco przyspieszyła i wyniosła 7,5% r/r w pierwszych trzech kwartałach br.

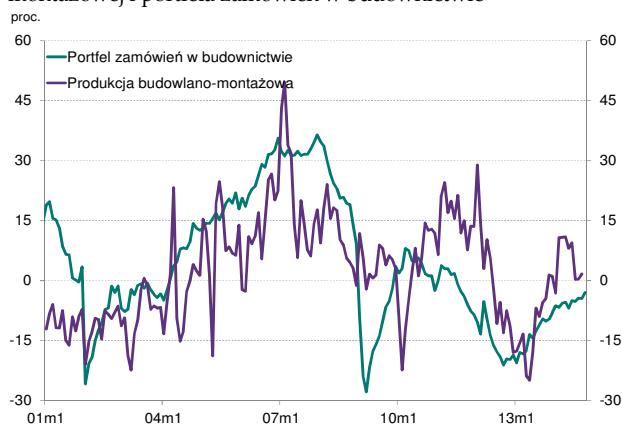
Również dane dotyczące budownictwa wskazują, że po pewnej poprawie w II kw., w III kw. nastąpiło pogorszenie koniunktury także w tym sektorze. W III kw. zmniejszyła się bowiem dynamika produkcji budowlano-montażowej, czemu nadal towarzyszył spadek zamówień w sektorze budowlanym (Wykres 2.21).

**Wykres 2.20** Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



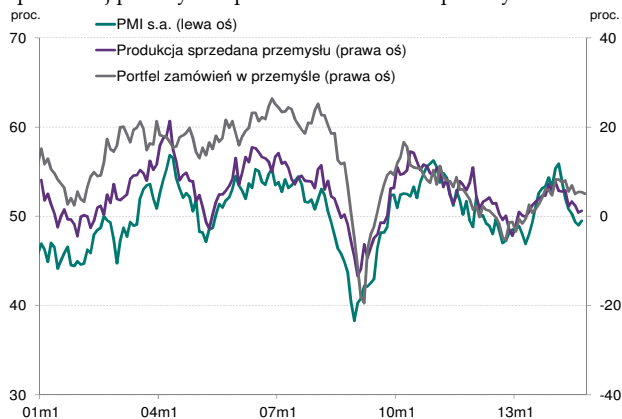
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP (dane odsezonowane).

**Wykres 2.21** Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie



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

**Wykres 2.22** Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle



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

<sup>35</sup> Wysoka opłacalność polskiego eksportu znalazła również odzwierciedlenie w niskim udziale nieopłacalnego eksportu w przychodach z eksportu oraz odsetku eksporterów informujących o nieopłacalnym eksporcie.

<sup>36</sup> Dane o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfelu zamówień w budownictwie są wyrównane sezonowo (obliczenia NBP).

<sup>37</sup> Dane prezentowane w rozdziale odnoszą się do sprzedaży detalicznej przedsiębiorstw zatrudniających powyżej dziewięciu osób, publikowanych przez GUS w cyklu miesięcznym. Te dane nie odzwierciedlają w pełni dynamiki zmian sprzedaży detalicznej ogółem. Por. przypis 22.

Z kolei w przemyśle pogorszenie koniunktury było widoczne już w II kw., a w III kw. dalej się pogłębiało. Wskazuje na to obniżenie dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu oraz portfela zamówień w II kw. oraz III kw. br.

Oslabienie dynamiki aktywności w gospodarce sygnalizują również wskaźniki koniunktury, których większość kształtowała się poniżej wieloletniej średniej w III kw. (Wykres 2.22, Wykres 2.23).

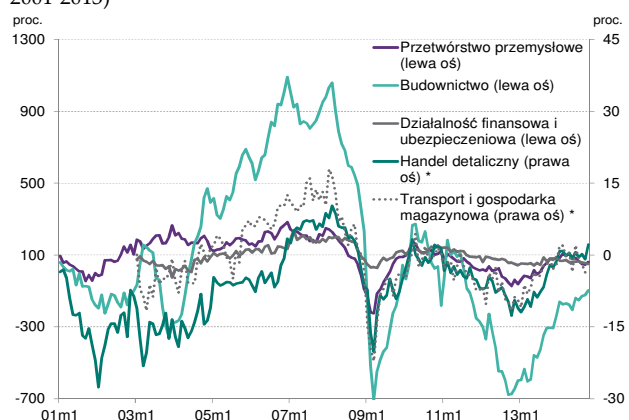
### 2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

W II kw. br. sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw pozostała dobra. Wynik finansowy brutto firm zmniejszył się jednak nieco wobec analogicznego okresu poprzedniego roku, co było jednak głównie efektem spadku wyniku na działalności finansowej związanego w dużej mierze ze stratą na aktualizacji wartości inwestycji jednej z największych firm przetwórczych.

Z kolei wynik na podstawowej działalności operacyjnej w II kw. po raz kolejny się zwiększył (Wykres 2.24), a wskaźniki rentowności ponownie poprawiły się w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku (Tabela 2.4). Wzrost zysków ze sprzedaży dotyczył większości branż, czemu sprzyjał deklarowany przez firmy wzrost popytu oraz niska presja kosztowa i płacowa<sup>38</sup>.

Sytuacja płynnościowa firm w II kw. pozostała dobra, na co wskazuje pewien wzrost wskaźnika płynności I stopnia w ujęciu rocznym oraz zmniejszenie się odsetka przedsiębiorstw wskazujących zatory płatnicze jako barierę rozwoju<sup>39</sup>.

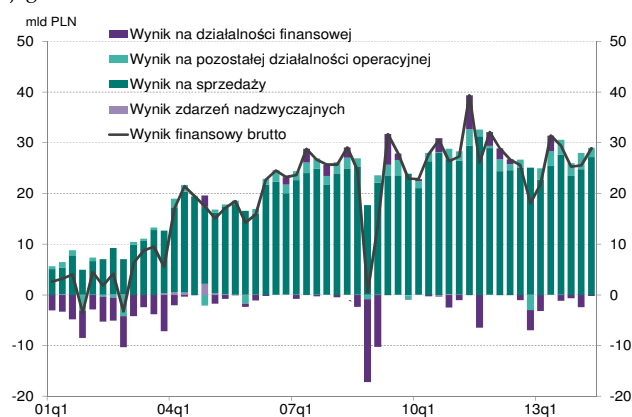
**Wykres 2.23** Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach w odniesieniu do wieloletniej średniej (100=średnia z lat 2001-2013)



Źródło: Badania koniunktury GUS.

\* Ze względu na ujemną wartość wskaźnika dla transportu i gospodarki magazynowej oraz wskaźnika dla handlu detalicznego na wykresie zaznaczono ich poziom, a nie zmiany względem wieloletniej średniej.

**Wykres 2.24** Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: Dane F-01/I-01 GUS, obliczenia NBP.

**Tabela 2.4** Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2009	2010	2011	2012	2013				2014	
					q1	q2	q3	q4	q1	q2
<b>Wskaźnik rentowności sprzedaży</b>	5,0	5,2	5,3	4,3	4,3	4,5	4,6	3,8	4,5	4,7
<b>Wskaźnik rentowności obrotu netto</b>	4,1	4,4	4,5	3,4	3,2	4,7	4,1	3,4	3,8	4,1
<b>Odsetek firm rentownych</b>	77,3	78,4	78,0	76,8	61,6	68,8	73,4	79,6	67,6	73,9
dane na koniec okresu										
<b>Wskaźnik płynności I stopnia</b>	0,39	0,40	0,38	0,34	0,33	0,33	0,33	0,35	0,34	0,35

Źródło: Dane GUS.

<sup>38</sup> Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2014 r. oraz prognoz na IV kw. 2014 r., NBP.

<sup>39</sup> Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2014 r. oraz prognoz na IV kw. 2014 r., NBP.

## 2.4 Rynek pracy

### 2.4.1 Zatrudnienie i bezrobocie

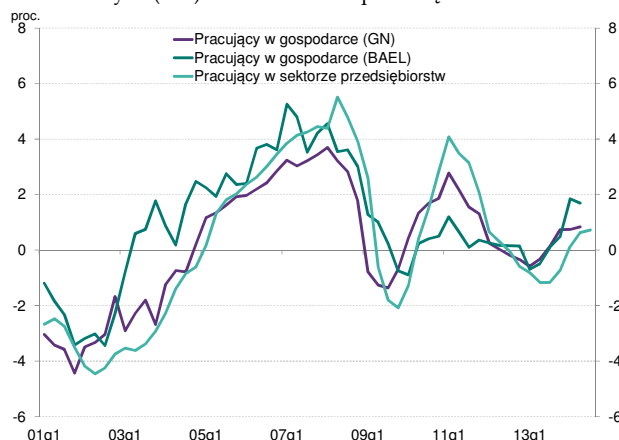
W II kw. br. liczba pracujących w gospodarce dalej rosła, choć nieznacznie wolniej niż na początku roku. Dane za III kw. z sektora przedsiębiorstw wskazują na kontynuację umiarkowanego wzrostu zatrudnienia.

Według danych BAEL w II kw. wzrost liczby pracujących w gospodarce wyniósł 1,7% r/r i był nieznacznie niższy niż w I kw. (1,8% r/r<sup>40</sup>). Do pewnego spowolnienia wzrostu liczby pracujących w gospodarce przyczynił się głównie spadek dynamiki zatrudnienia w sektorze przemysłowym (do 1,5% r/r z 2,5% r/r w I kw.) związany ze spowolnieniem wzrostu produkcji w tym sektorze. Równocześnie przyspieszył wzrost liczby pracujących w usługach (do 2,8% r/r z 2,1% r/r w I kw.), co z kolei mogło być związane z przyspieszeniem dynamiki wartości dodanej w tym sektorze.

W II kw. wzrost liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył, choć dynamika zatrudnienia pozostała niższa niż dla całej gospodarki (0,6% r/r wobec 0,1% r/r w I kw.). W III kw. tempo wzrostu liczby pracujących w przedsiębiorstwach utrzymało się na umiarkowanym poziomie (0,7% r/r).

Zgodnie z badaniami ankietowymi NBP z III kw. nadal więcej przedsiębiorstw deklarowało zamiar zwiększenia zatrudnienia niż jego zmniejszenia w IV kw. Jednak przewaga przedsiębiorstw planujących wzrost zatrudnienia nad przedsiębiorstwami planującymi jego ograniczenie zmalała w porównaniu z poprzednim kwartałem,

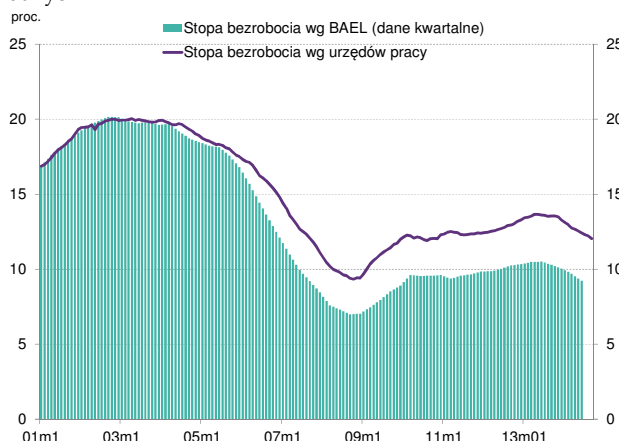
**Wykres 2.25** Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL\* i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

\*Korekta danych BAEL o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011 w publikacjach GUS obejmuje okres od 1 kw. 2010 r. Dla zachowania porównywalności wcześniejsze dane na wykresach w rozdz. 2.4. zostały skorygowane przez NBP.

**Wykres 2.26** Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL



Źródło: Dane GUS (dane odsezonowane).

<sup>40</sup> Na roczną dynamikę zatrudnienia w br. istotnie wpływa wydłużenie urlopów macierzyńskich z sześciu do dwunastu miesięcy, które zostało wprowadzone w ub.r. Działanie to prowadzi do wzrostu liczby osób przebywających na urlopie macierzyńskim (które są klasyfikowane jako osoby pracujące) oraz sprzyja ograniczeniu liczby osób przebywających na urlopie wychowawczym (które, jeśli urlop trwa dłużej niż 3 miesiące, są klasyfikowane jako nieaktywne zawodowo). Wydłużenie urlopów macierzyńskich może także skłaniać część pracodawców do zwiększenia zatrudnienia pracowników na zastępstwo.

co wskazuje, że skala wzrostu zatrudnienia w IV kw. może się ponownie zmniejszyć<sup>41</sup>.

W II kw. stopa bezrobocia według BAEL wyniosła – po usunięciu wahań sezonowych – 9,2% i była niższa niż w poprzednim kwartale (9,7%; Wykres 2.26) oraz rok wcześniej (10,5%; Wykres 2.27), co wynikało przede wszystkim z utrzymania się wzrostu liczby pracujących w gospodarce<sup>42</sup>.

Dane z urzędów pracy potwierdzają dalsze stopniowe obniżanie się bezrobocia w III kw. We wrześniu stopa bezrobocia rejestrowanego po usunięciu wahań sezonowych wyniosła 12,0% (wobec 12,4% w czerwcu)<sup>43</sup>. Jednocześnie – zgodnie z szacunkami NBP – w ostatnich miesiącach wzrosło prawdopodobieństwo znalezienia pracy, przy stabilnym prawdopodobieństwie jej utraty.

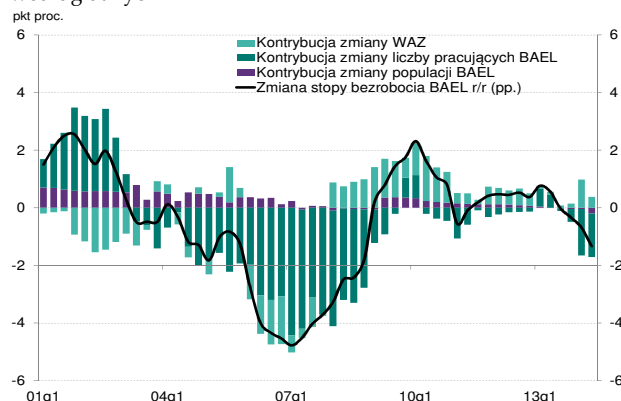
#### 2.4.2 Płace i wydajność pracy

Dane o wynagrodzeniach i jednostkowych kosztach pracy wskazują na utrzymujący się brak presji płacowej.

W II kw. wzrost wynagrodzeń w gospodarce spowolnił do 3,5% r/r (wobec 4,2% r/r w I kw.). Natomiast dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w tym okresie obniżyła się jedynie nieznacznie (do 4,1% r/r z 4,2% r/r w I kw.; Wykres 2.28), jednak dane miesięczne za kolejny kwartał wskazują na jej dalszy spadek (w III kw. miesięczna dynamika wyniosła średnio 3,5% r/r).

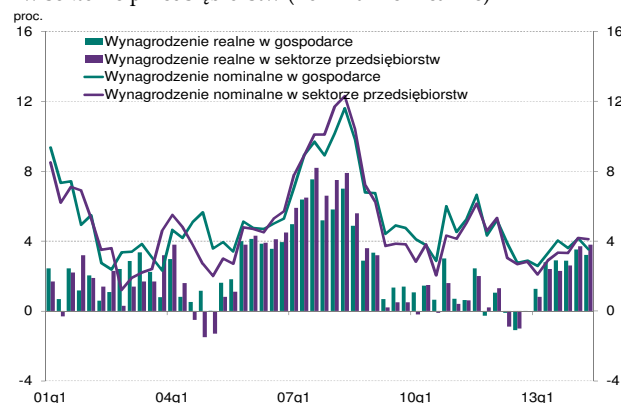
Obserwowany od ponad roku systematyczny wzrost indeksu napięć na rynku pracy (Wykres 2.29)<sup>44</sup> nie wpłynął dotąd na przyspieszenie wzrostu płac, ani też na plany przedsiębiorstw

Wykres 2.27 Dekompozycja zmian stopy bezrobocia w ujęciu r/r według danych BAEL



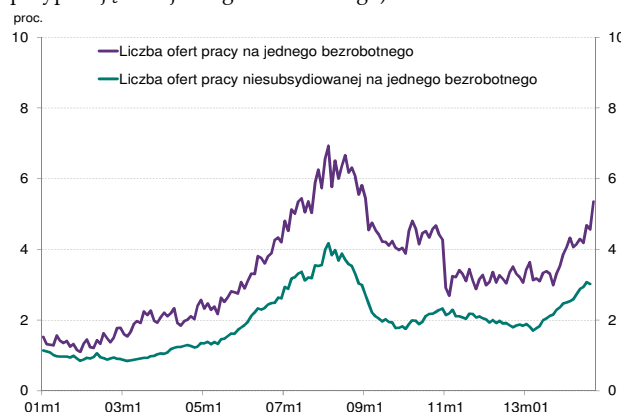
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.28 Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.29 Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

<sup>41</sup> Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2014, NBP.

<sup>42</sup> Zmiany stopy bezrobocia mogą wynikać ze zmian: 1) wielkości populacji w wieku produkcyjnym (oznaczonych jako zmiany populacji BAEL), 2) aktywności zawodowej osób w wieku produkcyjnym (zmiany współczynnika aktywności zawodowej, WAZ), 3) popytu na pracę (zmiany liczby pracujących BAEL).

<sup>43</sup> Różnice pomiędzy stopą bezrobocia BAEL i rejestrowanego mają dwie przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych.

<sup>44</sup> Indeks napięć na rynku pracy liczony jest jako liczba ofert pracy niesubsydiowanej przypadających na jednego bezrobotnego.

dotyczące podwyżek wynagrodzeń. W III kw. zmniejszył się odsetek zatrudnionych, wobec których planowane są podwyżki płac. Spadła również wysokość przeciętnej planowanej podwyżki<sup>45</sup>.

Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w II kw. się obniżyła, co związane było z pewnym spowolnieniem wzrostu wynagrodzeń, któremu towarzyszyło utrzymywanie się tempa wzrostu wydajności pracy na stabilnym poziomie (Wykres 2.30). Natomiast dynamika jednostkowych kosztów pracy w przedsiębiorstwach przemysłowych w ostatnich miesiącach wzrosła, głównie z uwagi na istotny spadek dynamiki wydajności pracy, który nastąpił wraz z obniżeniem się dynamiki produkcji w przemyśle (Wykres 2.31).

## 2.5 Rynki aktywów

W ostatnich miesiącach ceny polskich aktywów finansowych wzrosły. Z kolei kurs złotego – podobnie jak w przypadku wielu walut krajów rozwijających się – osłabił się wobec dolara amerykańskiego, natomiast pozostał stabilny wobec euro. Jednocześnie na rynku mieszkaniowym pojawiały się kolejne sygnały ożywienia.

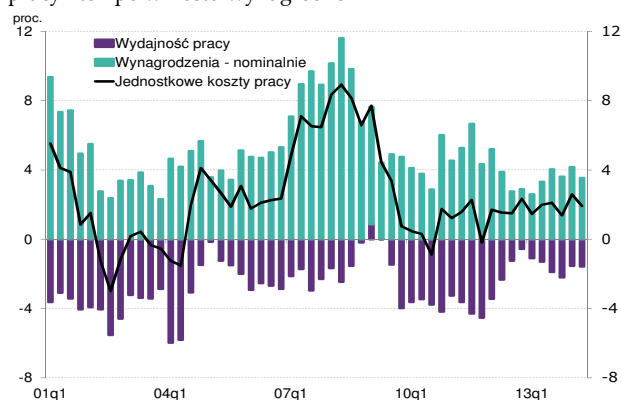
### 2.5.1 Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych

Na październikowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopę referencyjną NBP o 0,50 pkt proc. do poziomu 2,0%, nie wykluczając ich dalszego obniżenia w kolejnych miesiącach<sup>46</sup>. Po tej decyzji obniżyły się oczekiwania co do kształtowania się stopy referencyjnej w horyzoncie kolejnych kwartałów (Wykres 2.32).

<sup>45</sup> Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2014, NBP.

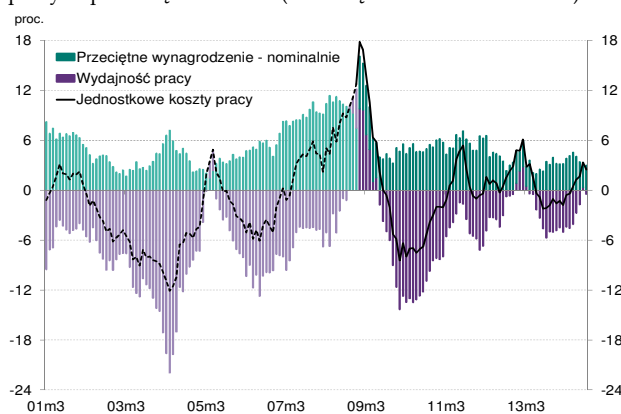
<sup>46</sup> Na październikowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła również stopę lombardową o 1,0 pkt proc. do poziomu 3,0%, pozostawiając stopę depozytową bez zmian na poziomie 1,0%. W efekcie zmniejszyła się różnica pomiędzy stopą lombardową a depozytową zmniejszyła się z 3,0 do 2,0 pkt proc.

**Wykres 2.30** Dekompozycja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce na tempo wzrostu wydajności pracy i tempo wzrostu wynagrodzeń



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

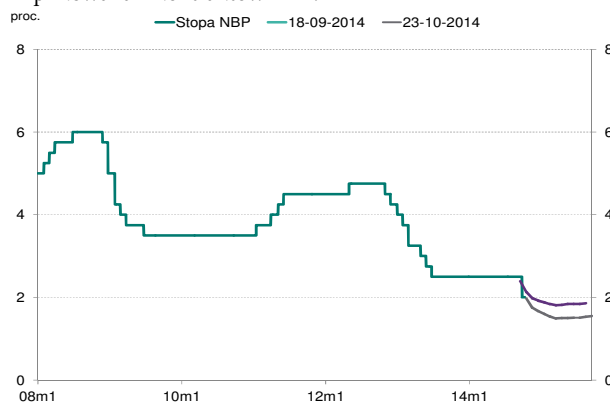
**Wykres 2.31** Dekompozycja dynamiki jednostkowych kosztów pracy w przedsiębiorstwach (3-miesięczne średnie ruchome)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Od stycznia 2009 r. w statystyce używana jest nowa klasyfikacja PKD (PKD 2007), co powoduje, że dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia w przemyśle w okresie do grudnia 2008 r. (na wykresie zaznaczone jaśniejszymi kolorami) nie są w pełni porównywalne z dynamikami notowanymi w późniejszym okresie.

**Wykres 2.32** Stopa referencyjna NBP i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA.



Źródło: Dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

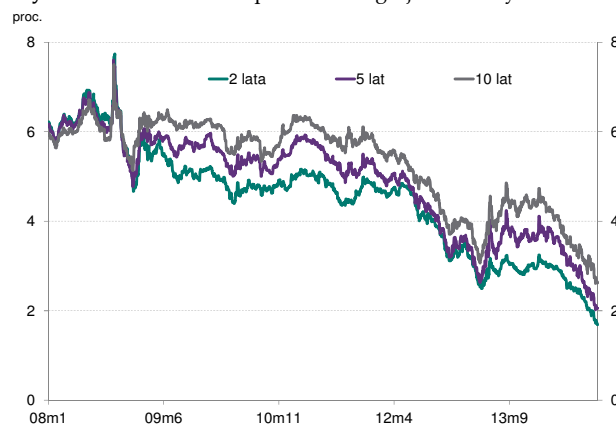
Rentowności polskich obligacji skarbowych obniżyły się do historycznych minimów (Wykres 2.33). Sprzyjało temu złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC, które oddziaływało w kierunku obniżenia rentowności obligacji skarbowych również w innych krajach europejskich (por. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*), a także słabsze od oczekiwań dane wskazujące na spowolnienie wzrostu aktywności gospodarczej i obniżenie stóp procentowych NBP<sup>47</sup>. Spadek rentowności był wspierany również przez napływ kapitału zagranicznego na polski rynek papierów skarbowych, który obniżył się jedynie się nieco w lipcu i sierpniu, kiedy miała miejsce eskalacja konfliktu rosyjsko-ukraińskiego (Wykres 2.32).

W ostatnich miesiącach ceny akcji w Polsce nieco wzrosły, wspierane przez wciąż dobre wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw, a w ostatnim okresie także przez złagodzenie polityki pieniężnej EBC i NBP. Jednak od publikacji poprzedniego *Raportu* indeksy giełdowe na GPW kilkakrotnie obniżały się przejściowo, do czego przyczyniało się nasilenie działań wojennych na wschodniej Ukrainie, publikacje gorszych od oczekiwań danych gospodarczych i pogorszenie sentymentu na międzynarodowych rynkach finansowych (por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*, Wykres 2.35).

### 2.5.2 Kurs walutowy

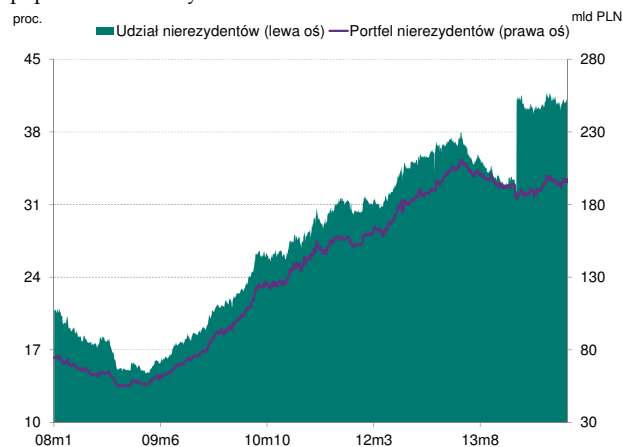
W ostatnich miesiącach zmiany kursu złotego wobec głównych walut były determinowane w przeważającym stopniu przez czynniki zewnętrzne, w tym zwłaszcza dywergencję perspektyw polityki pieniężnej pomiędzy Fed i EBC oraz wzrost ryzyk geopolitycznych (por. rozdz. 1.3 *Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą*). W rezultacie po okresie utrzymującej się od czerwca ub.r. aprecjacji, kurs

Wykres 2.33 Rentowność polskich obligacji skarbowych



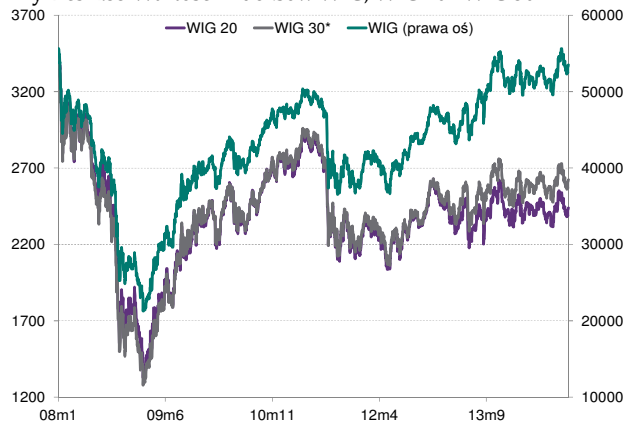
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.34 Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.35 Wartości indeksów WIG, WIG 20 i WIG 30



Źródło: Dane Bloomberg.

<sup>47</sup> Skalę obniżenia się rentowności obligacji skarbowych w Polsce mogła dodatkowo pogłębiać ograniczona emisja obligacji skarbowych w miesiącach letnich.

złotego osłabił się wobec dolara amerykańskiego od lipca do października br. i pozostał relatywnie stabilny względem euro (Wykres 2.36).

### 2.5.3 Ceny mieszkań<sup>48</sup>

W II kwartale br. na rynku mieszkaniowym pojawiały się kolejne sygnały ożywienia. Sprzedaż mieszkań – pomimo pewnego obniżenia względem poprzedniego kwartału – utrzymała się na wysokim poziomie, czemu sprzyjała poprawa sytuacji na rynku pracy i historycznie niskie oprocentowanie złotych kredytów mieszkaniowych. W przypadku części miast, na wzrost sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym wpłynął w pewnym stopniu program „Mieszkanie dla Młodych”. Program ten przyczynił się do dalszej dywergencji tendencji cenowych pomiędzy rynkiem pierwotnym i wtórnym, a także pomiędzy poszczególnymi miastami. O ile na rynku pierwotnym w Warszawie i w większych miastach ceny mieszkań nieco wzrosły, o tyle na rynku wtórnym nadal nieznacznie się obniżały, zwłaszcza w mniejszych miastach (Wykres 2.37)<sup>49</sup>.

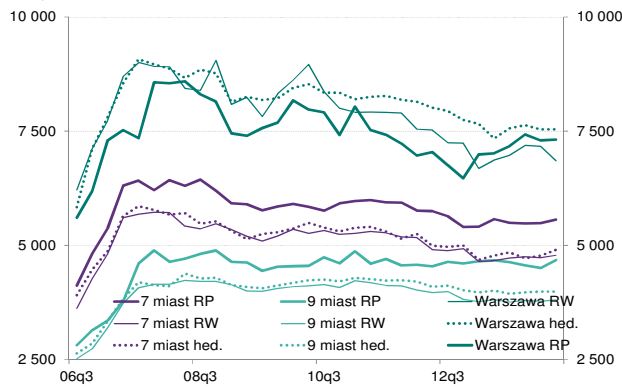
Wzrost cen na rynku pierwotnym w poprzednich kwartałach przy utrzymującym się obniżaniu kosztów budowy mieszkań sprzyjał wzrostowi rentowności produkcji mieszkań i rozpoczynaniu nowych inwestycji (Wykres 2.38). W rezultacie liczba mieszkań w ofercie na rynku pierwotnym zwiększyła się po raz pierwszy od dwóch lat. Liczba wydawanych pozwoleń na budowę mieszkań i rozpoczętych budów była w II kw. znacznie wyższa niż rok wcześniej.

**Wykres 2.36** Nominalny kurs złotego (styczeń 2008 = 100, wzrost oznacza aprecjację)



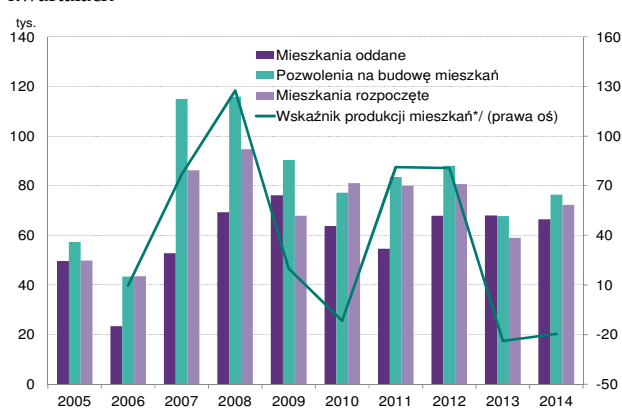
Źródło: Dane Bloomberg.

**Wykres 2.37** Ceny mieszkań w największych miastach w Polsce (PLN/m<sup>2</sup>)



Źródło: Dane transakcyjne z badania NBP, obliczenia NBP.

**Wykres 2.38** Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w drugich kwartałach



Źródło: GUS, obliczenia NBP.

\* Wskaźnik produkcji mieszkań to liczba mieszkań, których produkcję rozpoczęto, po odjęciu liczby mieszkań i budowli jednorodzinnych oddanych do użytkowania (12-miesięczna wartość krocząca).

<sup>48</sup> Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2014 r.* (dostępne na stronie internetowej NBP: [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)).

<sup>49</sup> RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny, hed. – ceny z wykorzystaniem indeksu hedonicznego. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie. Agregat siedmiu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Szczecin i Wrocław, zaś dziewięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów i Zieloną Górę.



## 2.6 Kredyt i pieniądź

Pewnemu osłabieniu dynamiki aktywności gospodarczej w ostatnich miesiącach towarzyszyła stabilizacja akcji kredytowej na umiarkowanym poziomie, widoczna zwłaszcza w III kw. br. (Wykres 2.39). Stabilizacja dynamiki akcji kredytowej dotyczyła zarówno sektora przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.

Wobec pewnego przyspieszenia wzrostu depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych dynamika szerokiego pieniądza w II i III kw. br. wzrosła, kształtując się nadal na poziomie zbliżonym do tempa wzrostu należności ogółem.

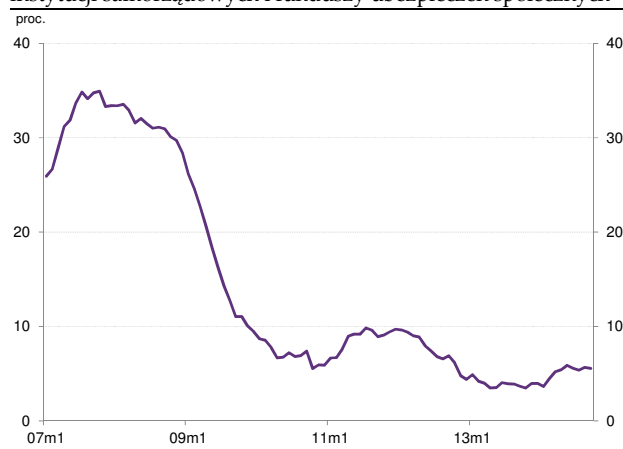
### 2.6.1 Kredyty dla przedsiębiorstw

W II kw. br. utrzymało się trwające od IV kw. ub.r. ożywienie akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw. Natomiast w III kw. nastąpiła stabilizacja wzrostu akcji kredytowej dla przedsiębiorstw (Wykres 2.40).

Roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła w II kw. br. średnio 6,5% r/r (wobec średnio 3,7% r/r w I kw.). Przyspieszenie wzrostu dotyczyło zarówno kredytów o charakterze bieżącym, jak i inwestycyjnych. Nieznaczne przyspieszenie wzrostu kredytów inwestycyjnych utrzymało się również w III kw. Jednocześnie wzrost kredytów o charakterze bieżącym spowolnił w III kw. W rezultacie łączna dynamika kredytu dla przedsiębiorstw w III kw. utrzymała się na poziomie z II kw. (Wykres 2.41).

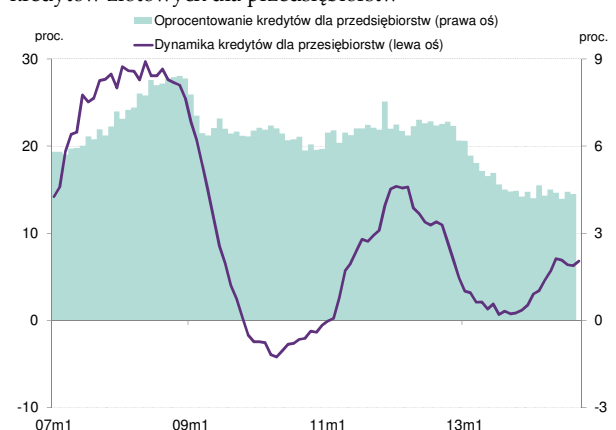
Ograniczająco na przyrost zadłużenia firm w III kw. br. oddziaływać mogło widoczne wówczas pogorszenie nastrojów w sektorze przedsiębiorstw, przy utrzymującej się dobrej kondycji finansowej firm, pozwalającej na finansowanie działalności ze środków własnych (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw*). Akcja

**Wykres 2.39** Dynamika roczna należności sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych



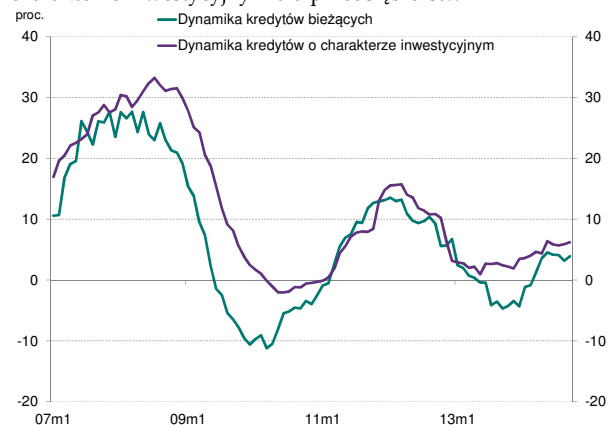
Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.40** Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.41** Dynamika roczna kredytów bieżących i kredytów o charakterze inwestycyjnym dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

kredytowa dla przedsiębiorstw wspierana była z kolei przez relatywnie niskie oprocentowanie kredytów oraz deklarowane przez banki złagodzenie kryteriów kredytowych w większości kategorii kredytów dla firm (z wyjątkiem kredytów długoterminowych dla sektora MSP; Wykres 2.42)<sup>50</sup>.

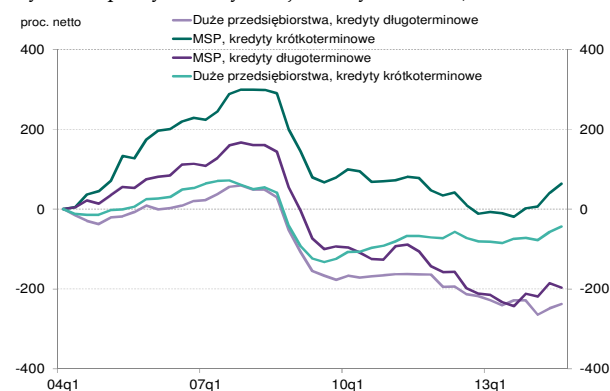
Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw w II kw. br. wyniosło 114,4 mld EUR, a więc było o 2,3 mld EUR wyższe niż w analogicznym okresie ub.r. (Wykres 2.43)<sup>51</sup>. Wzrost ten wynikał głównie ze zwiększenia zobowiązań wobec zagranicznych inwestorów bezpośrednich<sup>52</sup>.

### 2.6.2 Kredyty dla gospodarstw domowych

Po pewnym przyspieszeniu w II kw. br., w III kw. wzrost akcji kredytowej dla gospodarstw domowych ustabilizował się na umiarkowanym poziomie. Stabilnemu wzrostowi kredytów mieszkaniowych, towarzyszyło niewielkie przyspieszenie wzrostu kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.44, Wykres 2.45).

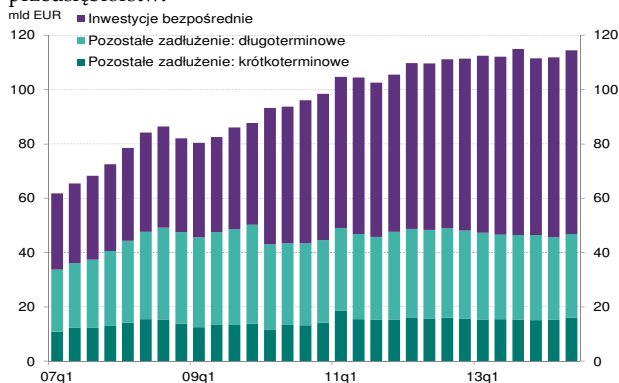
W II kw. br. roczna dynamika kredytów mieszkaniowych nieco przyspieszyła (z 3,9% r/r do 4,2% r/r), a w III kw. ustabilizowała się (Wykres 2.44). Do kontynuacji wzrostu akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych przyczyniało się utrzymujące się na umiarkowanym poziomie oprocentowanie kredytu i stabilna sytuacja na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), a w pewnym stopniu również program „Mieszkanie dla Młodych” (por. rozdz. 2.5.3 *Ceny mieszkań*). Wzrost kredytów mieszkaniowych mogły ograniczać restrykcyjne

**Wykres 2.42** Skumulowany indeks zmiany kryteriów polityki kredytowej banków w segmencie kredytów dla przedsiębiorstw (2004q1=0; wzrost wartości indeksu oznacza złagodzenie kryteriów polityki kredytowej w danym okresie).



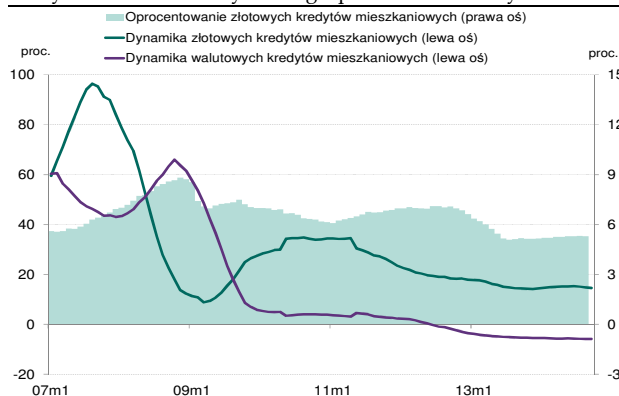
Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.43** Struktura zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw.



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.44** Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

<sup>50</sup> Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kw. 2014, NBP.

<sup>51</sup> Od aktualnej edycji *Raportu* dane dotyczące zadłużenia zagranicznego firm zestawiane są na podstawie zmienionej metodologii, uwzględniającej wytyczne zawarte w podręczniku do bilansu płatniczego BPM6. W tym ujęciu dane dotyczące inwestycji bezpośrednich obejmują inwestycje dokonane w polskich bankach. Więcej informacji na stronie NBP: [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci\\_2014/info-ds.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2014/info-ds.html).

<sup>52</sup> Zadłużenie wobec podmiotów niepowiązanych kapitałowo zwiększyło się jedynie nieznacznie i wynikało z pewnego wzrostu zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek krótkoterminowych, przy spadku zobowiązań długoterminowych.

kryteria polityki kredytowej banków w tym segmencie (Wykres 2.46)<sup>53</sup>.

W II i III kw. br. kontynuowany był wzrost dynamiki kredytów konsumpcyjnych, wspierany przez stabilną sytuację na rynku pracy oraz dokonywane od kilku kwartałów łagodzenie kryteriów kredytowych banków (Wykres 2.46)<sup>54</sup>. W III kw. przyspieszeniu wzrostu kredytów konsumpcyjnych sprzyjało również nieznaczne obniżenie marż przez banki, które przełożyło się na niewielki spadek oprocentowania kredytów (z 13,6% w czerwcu br. do 13,0% w sierpniu br.).

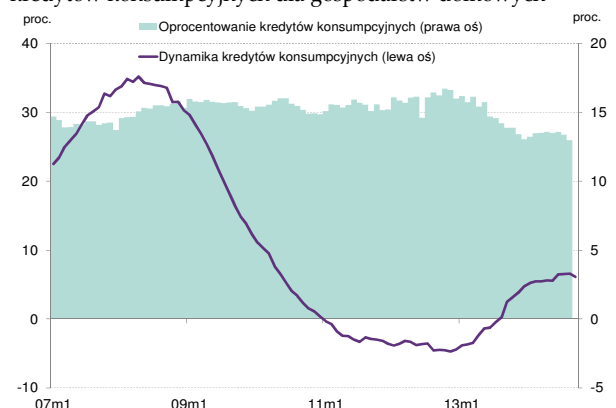
### 2.6.3 Depozyty i agregaty monetarne

Po spadku w II kw. br., w III kw. tempo wzrostu agregatu M3 nieznacznie przyspieszyło (do 7,2% r/r z 5,6% r/r w II kw. br.; Wykres 2.47). Do wzrostu dynamiki M3 przyczyniło się istotne przyspieszenie wzrostu depozytów terminowych, przy spowolnieniu wzrostu depozytów bieżących.

Roczna dynamika depozytów firm rosła zarówno w II, jak i III kw. (Wykres 2.48). Wzrostowi depozytów sprzyjała utrzymująca się dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.4 *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw*). W II i III kw. br. przyspieszał również wzrost depozytów gospodarstw domowych, wspierany przez stabilną sytuację na rynku pracy (Wykres 2.49).

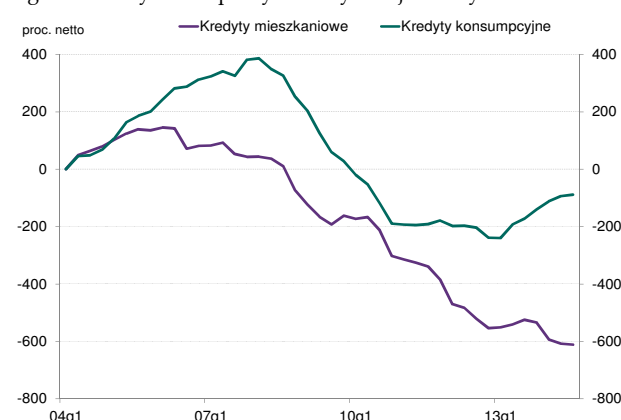
Wzrost depozytów gospodarstw domowych był głównym czynnikiem odpowiadającym za wzrost wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych w III kw. br. Istotny wkład do wzrostu aktywów finansowych miało również zwiększenie wartości jednostek uczestnictwa i certyfikatów w funduszy inwestycyjnych, wynikające głównie z napływu środków do funduszy<sup>55</sup> oraz zwiększenie

**Wykres 2.45** Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych



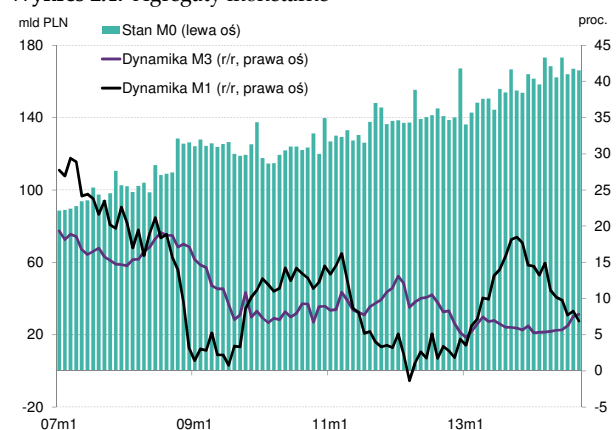
Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.46** Skumulowany indeks zmiany kryteriów polityki kredytowej banków w segmencie kredytów dla gospodarstw domowych (2004q1=0; wzrost wartości indeksu oznacza łagodzenie kryteriów polityki kredytowej w danym okresie



Źródło: Dane NBP.

**Wykres 2.47** Agregaty monetarne



Źródło: Dane NBP.

<sup>53</sup> Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kw. 2014, NBP.

<sup>54</sup> Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kw. 2014, NBP.

<sup>55</sup> Zwiększyła się również wartość pozostałych kategorii aktywów finansowych gospodarstw domowych, z wyjątkiem obligacji i bonów skarbowych

środków utrzymywanych przez gospodarstwa domowe w gotówce.

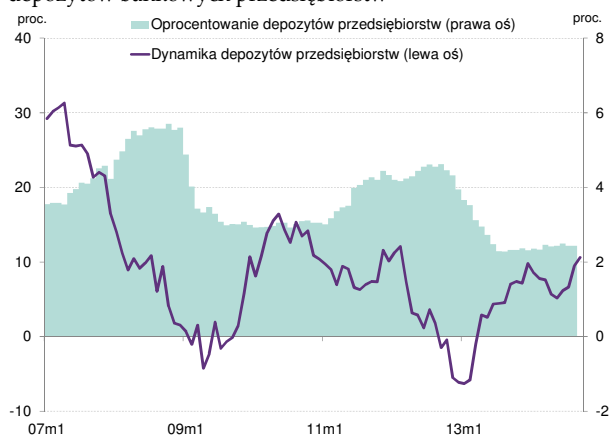
## 2.7 Bilans płatniczy

W II kw. br. pogłębił się nieznacznie deficyt na rachunku obrotów bieżących, pozostając jednak na jednym z najniższych w historii poziomów (0,6 mld EUR wobec 0,4 mld EUR w II kw. ub. r.)<sup>56</sup>. Wyższy niż rok wcześniej deficyt był związany ze zmniejszeniem nadwyżki w handlu towarami i usługami na skutek szybszego wzrostu importu niż eksportu (por. rozdz. 2.2.4 *Eksport i import*). W kierunku poprawy salda na rachunku obrotów bieżących oddziaływało natomiast zmniejszenie ujemnego salda dochodów pierwotnych związane w dużej mierze ze spadkiem dywidend wypłacanych zagranicznym inwestorom bezpośrednim.

W II kw. br. zwiększyła się nadwyżka na rachunku kapitałowym (do 3,7 mld EUR wobec 3,3 mld EUR w II kw. ub.r.), do czego przyczynił się wzrost napływu funduszy z Unii Europejskiej.

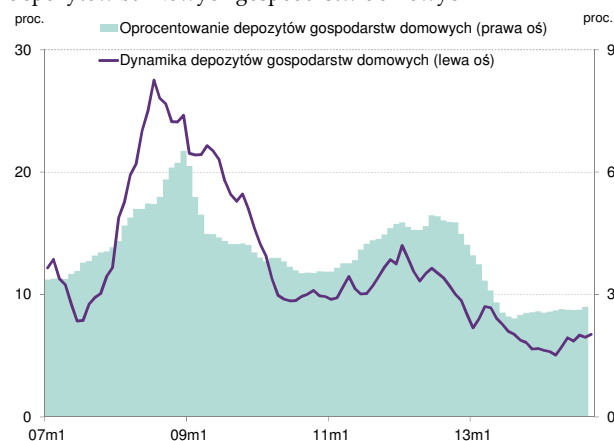
W II kw. zwiększył się odpływ kapitału w ujęciu rocznym, na co wskazuje nieznaczny wzrost salda na rachunku finansowym (do 0,9 mld EUR wobec 0,6 mld EUR w II kw. ub.r.). Było to związane przede wszystkim ze zwiększeniem polskich inwestycji bezpośrednich za granicą (do 2,3 mld EUR w II kw. br. wobec -2,6 mld EUR w II kw. ub.r.) oraz wzrostem aktywów monetarnych instytucji finansowych za granicą (do 2,9 mld EUR w II kw. br. wobec 0,2 mld EUR w II kw. ub.r.). Wzrosły także inwestycje portfelowe polskich podmiotów za granicą, głównie w udziałowe papiery wartościowe. Jednocześnie w II kw. nadal odnotowywano napływ kapitału portfelowego, w szczególności na rynek dłużnych papierów

Wykres 2.48 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie depozytów bankowych przedsiębiorstw



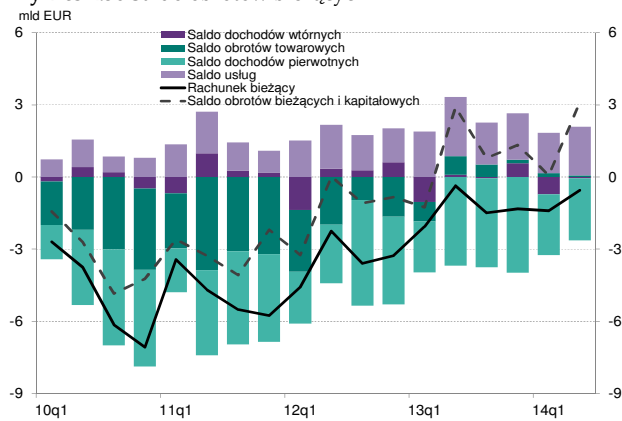
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.49 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie depozytów bankowych gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.50 Saldo obrotów bieżących



Źródło: Dane i szacunki NBP.

<sup>56</sup> Począwszy od 30 września br. NBP publikuje dane bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej zestawione na podstawie wytycznych zawartych w podręczniku do bilansu płatniczego BPM6. Więcej informacji na temat nowego sposobu prezentacji danych można znaleźć na stronie NBP: [http://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosci/wiadomosci\\_2014/info-ds.html](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosci/wiadomosci_2014/info-ds.html).

wartościowych (por. rozdz. 2.5 *Rynki aktywów*), który oddziaływał w kierunku ograniczenia wzrostu salda na rachunku finansowym.

Konsekwencją nieznacznego pogłębienia się deficytu na rachunku obrotów bieżących w II kw. br. było niewielkie pogorszenie się części wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski wobec I kw. W szczególności nieznacznie wzrósł deficyt obrotów bieżących do PKB, pozostając jednak na jednym z najniższych w historii poziomów (w ujęciu czterech kwartałów krocząco; Tabela 2.5). Jednocześnie relacja obrotów bieżących i kapitałowych do PKB pozostała stabilna.

Tabela 2.5. Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w %, o ile nie zaznaczono inaczej)

	2010	2011	2012	2013				2014	
				q1	q2	q3	q4	q1	q2
<b>Saldo obrotów bieżących/PKB</b>	-5,5	-5,2	-3,6	-2,9	-2,4	-1,9	-1,3	-1,1	-1,2
<b>Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB</b>	-3,7	-3,3	-1,3	-0,8	-0,1	0,4	1,0	1,3	1,3
<b>Saldo obrotów towarowych/PKB</b>	-2,9	-3,4	-1,9	-1,4	-0,7	-0,4	0,0	0,2	0,0
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług</b>	5,5	5,4	5,7	5,9	5,7	5,5	5,3	5,1	5,0
<b>Zadłużenie zagraniczne/PKB</b>	67	68	73	73	71	73	71	70	70
<b>Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB</b>	-67	-60	-68	-66	-64	-68	-70	-69	-68
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe/Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących*</b>	78	80	100	95	91	84	87	91	89
<b>Oficjalne aktywa rezerwowe/Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r.*</b>	98	94	107	100	96	89	95	100	99

Źródło: Dane NBP i Ministerstwa Finansów<sup>57</sup>.

\*Wskaźnik uwzględnia zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu

<sup>57</sup> Dane w Tabeli 2.6 różnią się od danych zaprezentowanych w materiale NBP *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za II kwartał 2014 r.* (Tabela XXVI) z uwagi na zastosowanie w *Raporcie o inflacji* ujęcia płynnego roku (czterech kwartałów krocząco).



### 3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2014 r.

W lipcu i wrześniu 2014 r. Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. W październiku Rada obniżyła stopę referencyjną i stopę redyskonta weksli o 0,5 pkt proc. oraz stopę lombardową o 1,0 pkt proc., pozostawiając stopę depozytową na niezmiennym poziomie. W efekcie zawężona została różnica między stopą lombardową a depozytową z 3,0 do 2,0 pkt proc. Na posiedzeniu w październiku Rada postanowiła również, że oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej będzie wynosić 0,9 stopy referencyjnej NBP. Na listopadowym posiedzeniu Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, tj. stopa referencyjna 2,0%, stopa lombardowa 3,0%, stopa depozytowa 1,0%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w lipcu, wrześniu i październiku 2014 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 20 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 lipca 2014 r.**

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą oraz lipcowej projekcji inflacji i PKB.

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą, członkowie Rady wskazywali, że wzrost aktywności na świecie jest umiarkowany. Podkreślano, że w strefie euro ożywienie gospodarcze pozostaje powolne, pomimo pewnej poprawy koniunktury w peryferyjnych gospodarkach tego obszaru walutowego. Część członków Rady zwracała także uwagę, że po rewizji danych w Stanach Zjednoczonych, tempo wzrostu PKB w I kw. br. było w tej gospodarce ujemne i niższe niż pierwotnie szacowano. Inni członkowie Rady podkreślali, że przyczyniły się do tego warunki pogodowe, a w drugim kwartale powinno nastąpić istotne odbicie. Odnosząc się do sytuacji w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Rosji, wskazywano, że dynamika aktywności

gospodarczej w tych krajach pozostaje niska. Podkreślano jednak, że w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej trwa ożywienie gospodarcze.

Podczas posiedzenia dyskutowano także na temat polityki pieniężnej w otoczeniu gospodarki Polski. Wskazywano na poluzowanie polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny (w tym obniżenie stóp procentowych i wprowadzenie nowego programu zasilającego banki w płynność pod warunkiem zwiększenia akcji kredytowej) oraz przez niektóre banki gospodarek wschodzących. Podkreślano, że w kolejnych kwartałach EBC może zapowiedzieć kolejne programy luzowania ilościowego. Część członków Rady zwracała uwagę, że łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC zwiększa dysparytet stóp procentowych między Polską a większością krajów w jej otoczeniu oraz znaczenie tego dysparytetu dla kształtowania się kursu walutowego.

Dyskutując o skuteczności niestandardowych działań głównych banków centralnych, część członków Rady była zdania, że działania te pozwalają zaspokoić rosnący popyt na płynność ze

strony podmiotów gospodarczych. Argumentowano, że w przypadku braku tych działań dynamika aktywności gospodarczej w największych gospodarkach byłaby prawdopodobnie niższa. Część członków Rady uważała jednak, że niestandardowe działania podejmowane przez główne banki centralne mają niską skuteczność. Ze względu na wciąż nie w pełni zrestrukturyzowane bilanse banków i utrzymującą się niepewność w gospodarce nie przekładają się one na wzrost akcji kredytowej i wzrost zagregowanych wydatków, a ich niepożądanym skutkiem jest nadmierny wzrost cen niektórych aktywów. Członkowie ci zwracali także uwagę, że choć luzowanie ilościowe dostarcza płynność do gospodarki, dając bankom i przedsiębiorstwom czas na restrukturyzację, to utrzymywanie bliskich zera stóp procentowych ogranicza bodźce do ich restrukturyzacji.

Członkowie Rady zauważali, że silnie ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych jak dotąd nie doprowadziła do wyraźnego wzrostu inflacji na świecie, a w najbliższym otoczeniu gospodarki Polski inflacja pozostaje bardzo niska. Niektórzy argumentowali, że niska inflacja w gospodarce globalnej może się utrzymywać przez dłuższy czas, ze względu na ograniczoną dynamikę popytu, a także brak wzrostu cen surowców na rynkach światowych.

Dyskutując o bieżącej sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że dynamika aktywności gospodarczej w ostatnich miesiącach mogła nieco spowolnić, co było prawdopodobnie częściowo – a w ocenie niektórych członków Rady przede wszystkim – skutkiem konfliktu pomiędzy Ukrainą i Rosją. O spowolnieniu dynamiki aktywności gospodarczej świadczyło obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, a także sprzedaży detalicznej. Zwracano również uwagę na spadek niektórych indeksów koniunktury oraz na zahamowanie dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

Wskazywano na znaczną niepewność dotyczącą trwałości spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady uważali, że rosnąca dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych sugeruje kontynuację ożywienia popytu krajowego w kolejnych miesiącach. Podkreślali oni jednocześnie, że wraz z kontynuacją ożywienia gospodarczego akcja kredytowa może dalej przyspieszać i wyraźnie przekroczyć dynamikę nominalnego PKB.

Odnosząc się do bieżącej inflacji, zauważano, że w maju roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była wyraźnie niższa niż oczekiwano. Podkreślano przy tym, że ceny produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym nadal spadają oraz że utrzymują się bardzo niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Argumentowano, że w kierunku niskiej inflacji oddziałują nie tylko szoki podażowe (w tym spadek cen owoców i warzyw), ale także umiarkowany wzrost popytu, o czym świadczy bardzo niski poziom inflacji bazowej. Część członków Rady wskazywała także, że istotnym źródłem niskiej inflacji w Polsce jest ujemna dynamika cen importu. Część członków Rady zwracała uwagę, że niższa od oczekiwań inflacja oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych.

Analizując lipcową projekcję inflacji i PKB, członkowie Rady zwracali uwagę, że choć w kolejnych kwartałach dynamika PKB nie będzie prawdopodobnie wyraźnie przyspieszać, to może przekraczać dynamikę potencjalnego PKB. W efekcie luka popytowa, która jest obecnie ujemna, powinna się stopniowo domykać w horyzoncie projekcji. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że pod koniec horyzontu projekcji dynamika PKB będzie zbliżona do dynamiki produktu potencjalnego. Członkowie Rady wskazywali także, że – zgodnie z projekcją – rosnać mają wszystkie składowe popytu krajowego oraz eksport, a pewne



spowolnienie dynamiki inwestycji pod koniec horyzontu projekcji związane może być z ograniczeniem inwestycji publicznych finansowanych ze środków Unii Europejskiej. Podkreślano, że zgodnie z projekcją ożywienie gospodarcze w najbliższych kwartałach przyczyni się do pewnego wzrostu dynamiki wynagrodzeń w gospodarce, która jednak pozostanie poniżej wieloletniej średniej. Zwracano jednak uwagę, że dynamika płac ma rosnać szybciej niż dynamika wydajności pracy i prowadzić do stopniowego wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że w dalszym horyzoncie projekcji dynamika jednostkowych kosztów pracy ma przewyższać cel inflacyjny NBP.

Analizując projekcję inflacji, członkowie Rady podkreślali, że w kolejnych kwartałach inflacja ma być niższa niż przewidywano w projekcji marcowej. Zwracali uwagę, że w najbliższych miesiącach inflacja może spaść poniżej zera, a w kolejnych kilku kwartałach pozostanie bardzo niska. Wskazywano, że dopiero pod koniec horyzontu projekcji inflacja wzrośnie w pobliże celu inflacyjnego. Argumentowano, że zgodnie z projekcją, wzrostowi inflacji będzie sprzyjać prognozowana poprawa sytuacji na rynku pracy, a także pewien wzrost cen żywności i energii. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że dynamika tych dwóch kategorii cen i tak ma być – według projekcji – niższa od wieloletniej średniej.

Odnosząc się do możliwych skutków oczekiwanego przejściowego spadku inflacji poniżej zera w najbliższych miesiącach, niektórzy członkowie Rady byli zdania, że będzie on oddziaływał w kierunku wzrostu realnej siły nabywczej konsumentów i zgłaszanego przez nich popytu. Inni członkowie Rady uważali natomiast, że prawdopodobny spadek inflacji poniżej zera może oddziaływać w kierunku przesuwania w czasie konsumpcji przez gospodarstwa domowe. Członkowie ci uważali, że obecny poziom stóp procentowych przy aktualnych

uwarunkowaniach makroekonomicznych może pogłębiać deflację.

Członkowie Rady zwracali uwagę na ryzyka związane z projekcją inflacji. Część z nich podkreślała, że rozkład ryzyka w projekcji jest asymetryczny i prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja znajdzie się powyżej tej ścieżki. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast, że ryzykiem dla wyższej inflacji mogą być wyższe niż założono ceny surowców energetycznych, co może być związane z konfliktem na Bliskim Wschodzie. Inni członkowie Rady argumentowali, że inflacja bazowa w projekcji wzrasta do poziomu, który w przeszłości występował tylko wtedy, gdy inflacja CPI przekraczała górną granicę przedziału odchyień od celu inflacyjnego NBP.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione. Uzasadnieniem dla tej decyzji było trwające ożywienie gospodarcze, które powinno się przyczynić do wzrostu inflacji w pobliże celu inflacyjnego NBP w horyzoncie projekcji. Członkowie Rady byli jednak zdania, że utrzymuje się niepewność dotycząca możliwości osłabienia koniunktury i tempa powrotu inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady wskazywali wobec tego, że konieczne może być obniżenie stóp procentowych w najbliższym czasie. Rada uznała, że decyzje dotyczące stóp procentowych w kolejnych miesiącach powinny zależeć od oceny napływających danych z punktu widzenia perspektyw dalszego ożywienia aktywności gospodarczej i kształtowania się inflacji w średnim okresie.

### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 września 2014 r.**

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą, członkowie Rady podkreślali, że od ostatniego posiedzenia istotnie wzrosła niepewność w otoczeniu polskiej gospodarki. Do tego wzrostu niepewności przyczyniła się eskalacja konfliktu na Wschodzie oraz sygnały ponownej stagnacji gospodarczej w strefie euro. Wskazywano, że rosnąca niepewność co do dalszego przebiegu kryzysu militarnego na Wschodzie, a także wprowadzone sankcje gospodarcze będą negatywnie wpływać na koniunkturę w Polsce i Europie. Zwracano uwagę na pogłębienie się recesji na Ukrainie i utrzymujące się silne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Rosji, którym towarzyszy deprecjacja walut obu krajów. Czynniki te oddziałują negatywnie na polski eksport, a przez to także na krajową aktywność gospodarczą.

Część członków Rady wyrażała jednak opinię, że sankcje gospodarcze, choć dotkliwe dla niektórych branż, będą miały prawdopodobnie ograniczony wpływ na wymianę handlową Polski i krajową koniunkturę. Ponadto wskazywano, że – pomimo wzrostu niepewności związanego z nasileniem ryzyka geopolitycznego w ostatnim okresie – kurs złotego pozostawał relatywnie stabilny. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę na pewną deprecjację złotego od poprzedniego posiedzenia. Ponadto wyrażali opinię, że w ostatnim okresie zwiększyło się prawdopodobieństwo silnego spadku cen aktywów finansowych w przypadku nagłego wzrostu awersji do ryzyka, szczególnie w warunkach obniżonej zmienności i przy ograniczonych obrotach na rynkach finansowych.

Członkowie Rady podkreślali, że istotnym źródłem ryzyka zewnętrznego dla wzrostu gospodarczego w Polsce jest sytuacja w strefie euro. Strefa euro w II kwartale ponownie znalazła się w stagnacji, do czego przyczyniła się głównie sytuacja gospodarcza w największych krajach tego regionu. W szczególności, przez drugi kolejny kwartał nie zmienił się PKB we Francji, a we Włoszech i w Niemczech nastąpił jego spadek. Członkowie Rady zwracali również uwagę na obniżenie wskaźników aktywności w sektorze przemysłowym krajów strefy euro. Równocześnie niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ponowne ożywienie aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych począwszy od II kwartału może przełożyć się na ożywienie gospodarcze na świecie, w tym w gospodarkach wschodzących. W efekcie mogłoby to wpłynąć pozytywnie na aktywność w gospodarce niemieckiej, a przez to i polskiej.

W trakcie posiedzenia wskazywano na obniżenie się inflacji w strefie euro w okolice zera. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że niska inflacja – poprzez niższą indeksację dochodów gospodarstw domowych – będzie negatywnie wpływać na dynamikę popytu i przyczyniać się do przedłużenia okresu stagnacji w strefie euro. Członkowie Rady zwracali uwagę, że od ostatniego posiedzenia Rady nasiliły się oczekiwania na dodatkowe poluzowanie polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny. Ponadto wskazywano na obniżenie stóp procentowych w gospodarkach silnie powiązanych ze strefą euro, a także na zwiększenie się dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a krajami w jej najbliższym otoczeniu.

Omawiając koniunkturę w Polsce podkreślano, że napływające dane wskazują na obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Choć roczna dynamika PKB w II kwartale obniżyła się nieznacznie, to była ona wspierana w dużym stopniu przez wzrost zapasów przy jednoczesnym obniżeniu eksportu netto oraz dynamiki inwestycji. Zdaniem części członków Rady może to sygnalizować ryzyko

dostosowania produkcji w kolejnych kwartałach do zmniejszającej się dynamiki sprzedaży. Osłabienie dynamiki wzrostu potwierdzają także dane o produkcji przemysłowej i wskaźniki wyprzedzające dla przemysłu, które w ostatnich miesiącach były wyraźnie niższe niż kilka miesięcy wcześniej. Podkreślano także, że w ostatnim czasie osłabiły się nastroje konsumentów, a w lipcu wyhamowała dynamika produkcji budowlano-montażowej. Część członków Rady wskazywała, że osłabiło się tempo ożywienia na rynku pracy, o czym świadczy obniżenie wzrostu liczby pracujących, dynamiki płac i jednostkowych kosztów pracy w II kwartale.

Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że wzrost niepewności związany z eskalacją kryzysu na Ukrainie mógł być główną przyczyną pewnego osłabienia dynamiki inwestycji w II kwartale i pogorszenia wskaźników koniunktury w ostatnim okresie. Trudno zatem ocenić, czy osłabienie wskaźników gospodarczych i dynamiki nakładów inwestycyjnych ma trwały charakter. Część członków Rady oceniała, że możliwe jest utrzymywanie się wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do poprzednich kwartałów. Wskazywali oni na utrzymujący się wzrost popytu konsumpcyjnego, o czym świadczy niewielkie przyspieszenie dynamiki konsumpcji prywatnej w II kwartale

i pewien wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej w lipcu. Wzrost popytu konsumpcyjnego jest wspierany przez trwające ożywienie na rynku pracy i stabilny wzrost płac realnych w warunkach bardzo niskiej dynamiki cen. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na pewien wzrost dynamiki produkcji przemysłowej w lipcu.

Odnosząc się do bieżących procesów cenowych, zwracano uwagę na obniżenie się rocznej inflacji poniżej zera w lipcu, co było zgodne z oczekiwaniami z lipcowej projekcji, choć wyraźnie poniżej oczekiwań formułowanych kilka kwartałów wcześniej. Podkreślano, że obniżenie się wskaźnika

inflacji poniżej zera wynikało z ujemnej dynamiki cen żywności przy stagnacji cen energii. Jednocześnie zwracano uwagę na brak presji popytowej potwierdzany przez historycznie niskie wartości wszystkich wskaźników inflacji bazowej oraz utrzymywanie się ujemnej dynamiki deflatora sprzedaży detalicznej. Wskazywano również na brak presji płacowej pomimo ożywienia na rynku pracy oraz na brak presji kosztowej potwierdzany przez utrzymywanie się od dwóch lat spadku cen produkcji sprzedanej. Zwracano uwagę, że wyraźne obniżenie się inflacji i oczekiwań inflacyjnych oddziałuje w kierunku wzrostu realnych stóp procentowych, mimo stabilizacji stóp nominalnych.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego członkowie Rady oceniali, że tak jak w II kwartale, w kolejnych kwartałach będzie on prawdopodobnie niższy od przewidywanego w lipcowej projekcji, choć – jak wskazywali niektórzy członkowie Rady – pozostanie zbliżony do obserwowanego na początku bieżącego roku. Niższy niż przewidywano w lipcowej projekcji wzrost PKB sugeruje przede wszystkim słabsza koniunktura w otoczeniu polskiej gospodarki. Członkowie Rady podkreślali ponadto, że w kierunku ograniczenia dynamiki krajowej aktywności może oddziaływać pogorszenie nastrojów krajowych podmiotów gospodarczych w związku ze wzrostem niepewności odnośnie do rozwoju sytuacji na Ukrainie.

Analizując perspektywy inflacji w najbliższych miesiącach wskazywano, że będzie się ona prawdopodobnie kształtowała nieco poniżej projekcji lipcowej. Do niższej niż przewidywano w lipcu inflacji przyczyni się najprawdopodobniej silniejszy spadek cen żywności (na skutek sankcji na polskie owoce i warzywa oraz obniżenie cen surowców żywnościowych na światowych rynkach), a także słabsza presja popytowa związana z wolniejszym niż oczekiwano w lipcu wzrostem gospodarczym. Część członków Rady wskazywała również, że oczekiwane utrzymywanie się bardzo

niskiej inflacji w strefie euro będzie – poprzez silne powiązania handlowe z tym obszarem – oddziaływać dodatkowo w kierunku ograniczenia presji cenowej w Polsce. Równocześnie zwracano uwagę, że – zgodnie z dostępnymi prognozami – inflacja wzrośnie powyżej zera jeszcze w bieżącym roku, czemu będzie prawdopodobnie sprzyjać ponowny wzrost cen żywności i wyższa dynamika cen energii.

Dyskutując na temat decyzji o wysokości stóp procentowych, większość członków Rady uznała, że w najbliższym czasie prawdopodobnie będzie uzasadnione prawdopodobnie dostosowanie poziomu stóp procentowych NBP. Za obniżeniem stóp procentowych przemawiają – ich zdaniem – sygnały osłabienia koniunktury w kraju i za granicą, brak presji cenowej i wzrost ryzyka utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, a także poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro. Członkowie ci oceniali także, że wobec umiarkowanego wzrostu gospodarczego i utrzymującej się niepewności ryzyko powstania nierównowag makroekonomicznych po ewentualnym obniżeniu stóp procentowych jest niewielkie. Część członków Rady uznała, że stopy procentowe NBP powinny zostać obniżone już na bieżącym posiedzeniu. Argumentowali oni, że – wobec rosnącego ryzyka spowolnienia wzrostu gospodarczego i utrzymywania się inflacji wyraźnie poniżej celu w Polsce w kolejnych kwartałach – uzasadnione jest możliwie szybkie obniżenie stóp procentowych. Inni członkowie Rady wskazywali na niepewność dotyczącą trwałości osłabienia koniunktury oraz sytuacji na Wschodzie, co uzasadniało – ich zdaniem – utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na bieżącym posiedzeniu. Przypominali oni również, że na poprzednich posiedzeniach Rada sygnalizowała stabilizację stóp procentowych do końca III kwartału. Jednocześnie podkreślali oni, że jeśli napływające dane nie zmieniają istotnie oceny stanu koniunktury i procesów inflacyjnych, to na

kolejnym posiedzeniu uzasadnione będzie rozpoczęcie dostosowania polityki pieniężnej.

Część członków Rady oceniała natomiast, że dostosowanie polityki pieniężnej w Polsce nie jest obecnie uzasadnione. W ich ocenie mimo pojawiających się sygnałów osłabienia koniunktury, możliwe jest utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Wskazywali oni na ograniczony wpływ zmian stóp procentowych na decyzje podmiotów gospodarczych w warunkach podwyższonej niepewności. Ich zdaniem w obliczu ograniczonego popytu na kredyt dla przedsiębiorstw, dodatkowy impuls monetarny miałby bardzo ograniczony wpływ na akcję kredytową w tym obszarze. Argumentowali oni również, że ewentualne osłabienie kursu walutowego – towarzyszące obniżeniu stóp procentowych – wpłynęłoby negatywnie na siłę nabywczą gospodarstw domowych zadłużonych w walutach obcych. Wskazywali oni również, że – w przypadku zmniejszenia się niepewności – obniżenie stóp procentowych może oddziaływać w kierunku pojawienia się nierównowag makroekonomicznych.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Zgłoszono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

#### **Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 października 2014 r.**

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady zwracali uwagę, że dynamika aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowana i różni się znacząco między poszczególnymi regionami. Podkreślali, że w Stanach Zjednoczonych trwa ożywienie gospodarcze, choć jego tempo pozostaje wolniejsze niż w poprzednich cyklach koniunkturalnych. Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro dynamika PKB jest niska, a wskaźniki koniunktury w ostatnim okresie się pogorszyły. Część członków Rady zwracała także uwagę na obniżenie prognoz wzrostu PKB w tej gospodarce przez międzynarodowe instytucje. Członkowie Rady podkreślali pogorszenie koniunktury w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, o czym świadczy spadek indeksów PMI i IFO w ostatnich miesiącach, a także głęboki spadek produkcji przemysłowej i nowych zamówień w sierpniu. Członkowie Rady wskazywali, że w innych dużych gospodarkach strefy euro, w tym we Włoszech i Francji, dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska i jest ograniczana przez problemy strukturalne tych krajów.

Omawiając sytuację gospodarczą w największych gospodarkach wschodzących stwierdzono, że w III kw. br. gospodarka rosyjska prawdopodobnie znalazła się w recesji, a w Chinach wzrost PKB prawdopodobnie się obniżył. Argumentowano, że pogorszenie sytuacji gospodarczej w tych gospodarkach niekorzystnie wpłynie na eksport Niemiec, a w konsekwencji może również ograniczyć dynamikę eksportu Polski.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że w ostatnich miesiącach znacząco spadły ceny surowców. Spadek ten sprzyjał obniżeniu się inflacji w Polsce oraz w jej otoczeniu, w tym w strefie euro. Zauważano, że inflacja w strefie euro stopniowo obniża się w kierunku zera.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej za granicą, członkowie Rady podkreślali, że stopniowemu

ograniczaniu skali luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną, towarzyszy zwiększanie skali ekspansji monetarnej przez EBC. Zwracano uwagę, że ze względu na dywergencję polityki pieniężnej między Rezerwą Federalną a EBC, kurs euro względem dolara w ostatnich miesiącach osłabiał się, co zwiększać będzie konkurencyjność cenową strefy euro względem gospodarki amerykańskiej. Osłabieniu kursu euro towarzyszyła także deprecjacja złotego względem dolara.

Wskazywano, że EBC przeprowadził we wrześniu pierwsze warunkowe operacje zasilające banki w płynność oraz zapowiedział rozpoczęcie zakupu aktywów w IV kw. br. Część członków Rady oceniała, że silnie ekspansywna polityka pieniężna EBC – ze względu na strukturalny charakter niskiego wzrostu gospodarczego i brak popytu na kredyt – będzie mało skuteczna w pobudzaniu wzrostu gospodarczego w strefie euro. Inni członkowie Rady zwracali uwagę, że choć nie jest znana skala dalszego luzowania ilościowego tego banku, to ma ono potrwać – zgodnie z zapowiedziami EBC – przynajmniej przez 2 lata. Wobec tego – argumentowali – w otoczeniu Polski polityka pieniężna pozostanie silnie ekspansywna przez dłuższy czas i – przy niezmiennych stopach procentowych NBP – może oddziaływać w kierunku napływu kapitału krótkoterminowego do Polski. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że oczekiwane zacieśnienie polityki pieniężnej przez Rezerwę Federalną może mieć silniejszy wpływ na rynki finansowe, w tym na ceny polskich aktywów, niż luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Członkowie ci zwracali również uwagę, że w niektórych gospodarkach wschodzących oraz gospodarkach rozwiniętych, które jedynie w niewielkim stopniu doświadczyły skutków gospodarczych globalnego kryzysu finansowego, stopy procentowe pozostają wyższe niż w Polsce.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że tempo wzrostu gospodarczego w ostatnich miesiącach spowolniło.

Część członków Rady podkreślała, że dynamika aktywności gospodarczej jest niższa niż prognozowano w lipcowej projekcji NBP. Członkowie ci zwracali przy tym uwagę na obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej, stagnację produkcji budowlano-montażowej oraz utrzymywanie się indeksu PMI dla przemysłu poniżej 50 punktów. Wskazywali ponadto, że negatywnie na dynamikę aktywności gospodarczej w Polsce oddziałuje silny spadek eksportu do krajów byłego Związku Radzieckiego oraz wyraźne spowolnienie dynamiki eksportu do strefy euro. Argumentowali, że choć sprzedaż detaliczna rośnie, to jej dynamika jest niższa niż w I połowie br. Twierdzili przy tym, że spowolnienie dynamiki PKB może nie być przejściowe, a niektórzy z nich uważali, że istnieje ryzyko dalszego spowalniania dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.

Część członków Rady argumentowała natomiast, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce spowolniło jedynie nieznacznie, a tempo wzrostu PKB jest obecnie zbliżone do tempa wzrostu potencjalnego. Wskazywali przy tym, że sytuacja na rynku pracy się poprawia, w tym spada stopa bezrobocia oraz utrzymuje się stabilny wzrost wynagrodzeń, co wspiera wzrost sprzedaży detalicznej. Argumentowali, że wysokiej dynamice aktywności gospodarczej towarzyszyła także korzystna sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Niektórzy z tych członków Rady zwracali uwagę, że wzrost gospodarczy w Polsce oraz wzrost popytu krajowego pozostają wyższe niż prognozowano kilka kwartałów wcześniej, kiedy Rada dokonała ostatniej obniżki stóp procentowych. Podkreślali oni również, że zgodnie z prognozami, wzrost PKB w przyszłym roku może być wyższy niż w roku bieżącym.

Część członków Rady zwracała uwagę, że czynnikiem wpływającym na dynamikę PKB w kolejnym roku będzie kształt polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że zapowiedzi przedstawicieli rządu dotyczące

zwiększenia wydatków socjalnych sugerują, że w kolejnym roku może nastąpić większy niż dotychczas planowany wzrost wydatków publicznych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na możliwy wzrost wydatków współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Część członków Rady uważała jednak, że zapowiedziany przez rząd wzrost wydatków socjalnych będzie niewielki (rzędu 0,2% PKB), a deficyt w 2015 r. pozostanie zbliżony do deficytu w 2014 r. Część wydatków publicznych wynikać będzie przy tym z konieczności spłaty jednorazowych zobowiązań zaciągniętych kilka lat wcześniej. Argumentowali oni również, że możliwość poluzowania polityki fiskalnej jest ograniczona ze względu na obowiązywanie procedury nadmiernego deficytu. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że deficyt budżetowy w 2014 r. będzie prawdopodobnie wyraźnie niższy niż planowano w ustawie budżetowej, co będzie oznaczało poluzowanie fiskalne w przyszłym roku.

Analizując procesy inflacyjne, członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się inflacji CPI poniżej zera. Większość członków Rady podkreślała, że w gospodarce nie widać presji kosztowej, o czym świadczy ujemna dynamika cen producenta oraz utrzymywanie się niskiego wzrostu wynagrodzeń. Argumentowali oni również, że nie ma sygnałów presji popytowej, o czym świadczy ujemny deflator sprzedaży detalicznej i utrzymywanie się zbliżonej do zera inflacji bazowej. Wskazywali także na dalsze obniżanie się oczekiwań inflacyjnych. Zwracali przy tym uwagę na wzrost ryzyka, dłuższego niż wcześniej sądzono, utrzymywania się inflacji poniżej celu, na co wskazują rewizje prognoz inflacji.

Zdaniem części członków Rady tak silne obniżanie się wskaźnika CPI ma przede wszystkim charakter podażowy, na co wskazuje pogłębienie się spadku cen żywności. Argumentowali oni, że obserwowane dodatnie wstrząsy podażowe oddziałują w kierunku

poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz zwiększając zdolność podmiotów gospodarczych do obsługi zadłużenia. Niektórzy z nich zwracali również uwagę, że w sierpniu nastąpił nieznaczny wzrost jednej z miar inflacji bazowej.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP większość członków Rady uważała, że ze względu na spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej, ryzyko dalszego osłabienia koniunktury i pogłębienia się ujemnej luki popytowej, a przez to wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, uzasadnione jest istotne obniżenie stóp procentowych. Wskazywali przy tym na sygnały osłabienia koniunktury w Polsce i jej otoczeniu, dalszy spadek cen i oczekiwań inflacyjnych oraz brak presji płacowej. Jednocześnie podkreślali, że dostosowanie stóp jest konieczne ze względu na zwiększenie się realnych stóp procentowych wynikające z obniżenia się inflacji i oczekiwań inflacyjnych w ostatnich kwartałach. W tym kontekście podkreślali, że obecnie stopy te stały się relatywnie wysokie również na tle ostatnich lat. Zwracali także uwagę na brak zagrożeń inflacyjnych w otoczeniu Polski oraz zwiększającą się skalę ekspansji monetarnej w strefie euro, prowadzącą do wzrostu dysparytetu stóp procentowych w Polsce wobec otoczenia. Członkowie ci podkreślali także, że umiarkowana dynamika akcji kredytowej w gospodarce i brak oznak nierównowagi na rynku nieruchomości ograniczają ryzyka dla stabilności finansowej. Członkowie ci uważali także, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, dostosowanie stóp procentowych NBP powinno być możliwie szybkie i istotne. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady uważali, że zdecydowana obniżka stóp procentowych byłaby uzasadniona, o ile towarzyszyłoby jej stwierdzenie, że taka decyzja oznacza jednorazowe dostosowanie stóp procentowych do aktualnych prognoz gospodarczych.

Część członków Rady uważała natomiast, że stopy procentowe NBP powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Wskazywali, że spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w ostatnim okresie wynika z oddziaływania czynników znajdujących się poza oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej, to jest szoków zewnętrznych oraz utrzymującej się niepewności. Wobec tego w obecnych warunkach instrumenty polityki pieniężnej mogą okazać się mało skuteczne w pobudzaniu aktywności gospodarczej. Argumentowali, że niska inflacja wynika przede wszystkim z oddziaływania szoków podażowych, które zwiększają realne dochody gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a tym samym nie powinny być neutralizowane przez politykę pieniężną. Niektórzy z tych członków Rady uważali również, że niższe stopy procentowe mogą spowolnić proces restrukturyzacji przedsiębiorstw. Inni z tych członków argumentowali, że obniżka stóp procentowych byłaby uzasadniona tylko w przypadku istotnego spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Niektórzy członkowie Rady twierdzili także, że obniżki stóp procentowych poprzez stymulację popytu krajowego w warunkach słabego popytu za granicą mogłyby przyczynić się do pogorszenia bilansu obrotów bieżących. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że w ostatnich kwartałach Polska osiągała nadwyżkę w obrotach handlowych, a deficyt obrotów bieżących dotychczas był finansowany przez napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i napływ środków z UE.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali również, że obniżka stóp procentowych może oddziaływać w kierunku spadku depozytów w sektorze bankowym. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że silny spadek depozytów, a tym samym wzrost gotówki w obiegu, jest raczej mało prawdopodobny w reakcji na obniżenie stóp NBP. Podkreślali również, że ewentualna zamiana przez podmioty gospodarcze części depozytów na

gotówkę nie wpłynęłaby negatywnie na stabilność sektora bankowego ze względu na utrzymującą się znaczącą nadpłynność sektora bankowego w Polsce, a środki wycofywane z sektora bankowego mogłyby być wykorzystywane na cele konsumpcyjne i inwestycyjne.

Rada dyskutowała także na temat szerokości korytarza oprocentowania operacji depozytowo-kredytowych. Wskazywano, że w przypadku obniżki stopy referencyjnej, dotychczasowa szerokość korytarza będzie bardzo duża w relacji do poziomu głównej stopy. Podkreślano przy tym, że wynikające stąd obniżenie stopy lombardowej wpłynie na odsetki maksymalne. Członkowie Rady zwracali również uwagę, że w przypadku obniżenia stopy referencyjnej i stopy redyskonta weksli oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej byłoby – przy zachowaniu dotychczasowego sposobu jego liczenia – wyższe niż oprocentowanie podstawowych operacji otwartego rynku.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie stopy referencyjnej NBP i stopy redyskonta weksli NBP o 0,50 pkt proc. oraz wniosek o obniżenie stopy lombardowej NBP o 1,0 pkt proc. Wnioski zostały przyjęte. Złożono również wniosek o zmianę oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej na 0,9 stopy referencyjnej. Wniosek został przyjęty.

Rada ustaliła stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

#### **Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 4-5 listopada 2014 r.**

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 2,00% w skali rocznej; stopa lombardowa 3,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 1,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 2,25% w skali rocznej.

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w III kw. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie. W strefie euro natomiast dynamika aktywności pozostaje niska, a prognozy wzrostu gospodarczego zostały zrewidowane w dół. Jednocześnie oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w przyszłym roku jest wyższe niż w obecnym. Towarzyszy temu osłabienie wzrostu PKB w Chinach i wyhamowanie wzrostu aktywności gospodarczej w Rosji.

W ostatnim okresie nadal obniżały się ceny wielu surowców, w tym ceny ropy naftowej. Wraz z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja to utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach. W najbliższym otoczeniu Polski – w tym w strefie euro oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej – inflacja pozostaje zbliżona do zera.

Główne banki centralne nadal prowadzą ekspansywną politykę pieniężną. Jednocześnie wobec zróżnicowanej sytuacji gospodarczej następuje dywergencja polityki pieniężnej w głównych gospodarkach. Rezerwa Federalna zakończyła program zakupu aktywów finansowych. Z kolei Europejski Bank Centralny rozpoczął zakupy aktywów, a Bank Japonii istotnie je zwiększył.

W Polsce dane o aktywności sygnalizują spowolnienie wzrostu gospodarczego w III kw. Dynamika produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w III kw. była niższa niż w poprzednim kwartale. Towarzyszyło temu osłabienie wzrostu eksportu związane ze spowolnieniem gospodarczym u głównych partnerów handlowych Polski.

Pomimo obniżenia dynamiki aktywności gospodarczej, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal rośnie, co przyczynia się do



stopniowego obniżenia się bezrobocia. Stopa bezrobocia pozostaje jednak podwyższona, co wciąż ogranicza presję płacową. W efekcie dynamika wynagrodzeń kształtuje się na poziomie wzrostu realnego PKB. Jednocześnie utrzymuje się stabilny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych, czemu towarzyszy stopniowe zwiększenie dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw.

We wrześniu dynamika cen konsumpcyjnych pozostała ujemna i wyniosła -0,3% r/r. Do spadku cen w ujęciu rocznym przyczyniło się głównie obniżenie cen paliw, związane ze spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych. Wskaźniki inflacji bazowej pozostały zbliżone do zera, co potwierdza brak presji popytowej w gospodarce. Utrzymał się także spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu rocznym, co wskazuje na brak presji kosztowej w gospodarce. Towarzyszą temu bardzo niskie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP i z uwzględnieniem danych dostępnych do 20 października 2014 r. – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,0-0,2% w 2014 r. (wobec -0,1-0,4% w projekcji z lipca 2014 r.), 0,4-1,7% w 2015 r. (wobec 0,5-2,1%) oraz 0,6-2,3% w

2016 r. (wobec 1,3-3,1%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9-3,5% w 2014 r. (wobec 3,2-4,1% w projekcji z lipca 2014 r.), 2,0-3,7% w 2015 r. (wobec 2,6-4,5%) oraz 1,9-4,2% w 2016 r. (wobec 2,3-4,5%). Jednocześnie rozkład ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji prawdopodobieństwo kształtowania się tych zmiennych poniżej centralnej ścieżki projekcji jest większe niż powyżej centralnej ścieżki.

W ocenie Rady dokonane w październiku dostosowanie polityki pieniężnej oraz utrzymujący się – mimo pewnego spowolnienia – stabilny wzrost gospodarczy ograniczają ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Rada podkreśla, że w otoczeniu polskiej gospodarki utrzymuje się niepewność co do przyszłej koniunktury. Z tego względu Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje będą wskazywały na zwiększenie się ryzyka pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – listopad 2014*.



## 4 Projektcja inflacji i PKB

Projektcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, dyrektor Instytutu Ekonomicznego. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projektji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD<sup>58</sup>. Projektcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projektcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projektcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2014 r. do IV kw. 2016 r. Punktem startowym projekcji jest III kw. 2014 r.

Projektcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 20 października 2014 r.

---

<sup>58</sup> Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

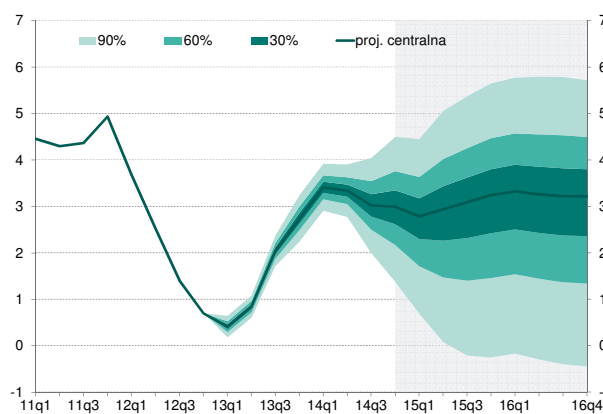
## 4.1 Synteza

Od zakończenia prac nad lipcową projekcją nastąpiło wyraźne pogorszenie sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki. Strefa euro w II kw. br. znalazła się w stagnacji, i choć spowolnienie aktywności było w części skutkiem kryzysu rosyjsko-ukraińskiego, to napływające informacje wskazują na większe, w stosunku do wcześniejszych ocen, problemy strukturalne niektórych krajów członkowskich strefy. Pogorszenie sytuacji za granicą niekorzystnie wpływa na krajową koniunkturę zarówno bezpośrednio poprzez kanał handlowy, prowadząc do istotnego spadku popytu na eksport polskich produktów, jak również oddziałuje negatywnie na nastroje w krajowym sektorze przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza w przemyśle. Konsekwencją negatywnych zmian w otoczeniu polskiej gospodarki jest wejście Polski w fazę spowolnienia, co następuje po okresie relatywnie dobrej sytuacji w I poł. roku, gdy wzrost PKB wyniósł 3,4% r/r (Wykres 4.1). Spowolnienie to w największym stopniu dotyka eksportu i inwestycji prywatnych.

Oslabieniu krajowej koniunktury towarzyszy jednak relatywnie korzystna sytuacja na rynku pracy. Stopniowo rośnie zatrudnienie, spada stopa bezrobocia oraz kontynuowany jest umiarkowany wzrost płac. Ze względu na rosnące dochody gospodarstw domowych z tytułu pracy najemnej oraz niską inflację, konsumpcja indywidualna powinna być czynnikiem łagodzącym głębokość obecnego spowolnienia.

Niski bieżący poziom inflacji (-0,3% r/r w III kw. br.) wynika zarówno ze słabszej koniunktury w kraju i za granicą jak również szeregu czynników o charakterze podażowym. Do silnego spadku cen żywności przyczyniło się w szczególności rosyjskie embargo na import produktów żywnościowych oraz wyjątkowo krótka i ciepła zima zwiększająca

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



Źródło: NBP (o ile nie zaznaczono inaczej uwaga ta dotyczy wszystkich wykresów i tabel w niniejszym rozdziale).

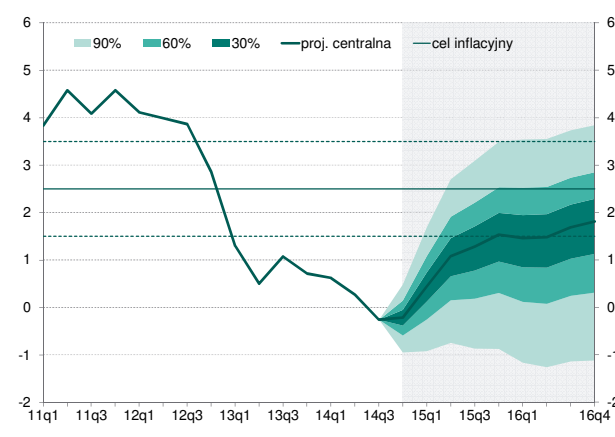
podaż owoców i warzyw. Obniżeniu cen energii sprzyjają z kolei niskie ceny surowców energetycznych na rynkach światowych.

W dłuższym horyzoncie projekcji dynamika PKB nieznacznie przyspieszy, pozostanie jednak na poziomie istotnie niższym od wieloletniej średniej sprzed światowego kryzysu finansowego. Czynnikiem ograniczającym skalę poprawy krajowej koniunktury jest prognozowane niskie tempo wzrostu w strefie euro. Odbudowę popytu krajowego będzie wspierać natomiast spadek realnych stóp procentowych w horyzoncie projekcji, powodujący obniżenie kosztu finansowania kredytem inwestycji i konsumpcji. Utrzymana zatem zostanie obecna zrównoważona struktura wzrostu PKB, na który składać się będzie wzrost konsumpcji indywidualnej, akumulacji i spożycia zbiorowego. Wkład eksportu netto pozostanie natomiast czynnikiem zmniejszającym dynamikę krajowego PKB.

Umiarkowane ożywienie w polskiej gospodarce wpłynie na stopniowy wzrost dynamiki cen wszystkich głównych komponentów koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych (inflacji bazowej, cen żywności, cen energii). Inflacja CPI do końca horyzontu projekcji kształtować się będzie jednak wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP. Obok niskiej presji popytowej, na którą wskazuje ujemna w całym horyzoncie projekcji luka popytowa, ograniczaniu presji inflacyjnej sprzyjać będą także stabilne ceny surowców na rynkach światowych przy wolno rosnącym popycie globalnym oraz wzroście podaży ropy naftowej i gazu ziemnego z łupków.

Głównym źródłem niepewności dla prognozy inflacji i PKB jest kształtowanie się sytuacji gospodarczej w strefie euro, w szczególności to, czy kontynuowane będzie ożywienie w tej gospodarce. Ocenia się, że ze względu na problemy strukturalne obecne osłabienie koniunktury w strefie euro może się przedłużyć.

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



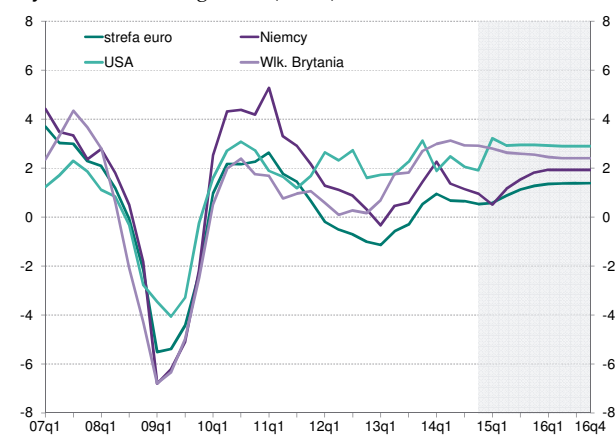
Szczególnie duża niepewność związana jest z kształtowaniem się przyszłego popytu inwestycyjnego w tej gospodarce. Jednocześnie dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC, nakierowane na pobudzenie popytu wewnętrznego, jest w dużym stopniu utrudnione przez brak możliwości dalszych obniżek stóp procentowych w związku z osiągnięciem zerowej granicy dla nominalnych stóp procentowych. W związku z niekorzystnymi uwarunkowaniami zewnętrznymi bardziej prawdopodobne jest zatem ukształtowanie się zarówno PKB, jak i inflacji poniżej ścieżki założonej w scenariuszu centralnym projekcji. Znajduje to odzwierciedlenie w asymetrii w dół wykresu wachlarzowego dla tych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

## 4.2 Otoczenie zewnętrzne

Bieżące prognozy wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w otoczeniu<sup>59</sup> polskiej gospodarki będzie stopniowo rosnąć. Jednak w horyzoncie projekcji wzrost PKB pozostanie poniżej średniej wieloletniej sprzed kryzysu finansowego (Wykres 4.3). Ze względu na napływ gorszych od oczekiwań danych ze strefy euro założenia na lata 2014-2015 dotyczące aktywności gospodarczej za granicą zostały zrewidowane w dół względem projekcji lipcowej.

Spośród głównych partnerów handlowych Polski, uwzględnionych bezpośrednio w projekcji, najkorzystniej kształtują się perspektywy wzrostu w Stanach Zjednoczonych oraz w Wielkiej Brytanii. Przyjęto, że w obu gospodarkach dynamika PKB w latach 2015-2016 będzie relatywnie wysoka, za czym przemawiają utrzymujące się w ostatnim okresie dobre nastroje konsumentów i przedsiębiorców, a także spodziewana kontynuacja poprawy na rynku

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)



<sup>59</sup> W modelu NECMOD otoczenie polskiej gospodarki reprezentowane jest przez strefę euro, Wielką Brytanię oraz Stany Zjednoczone.

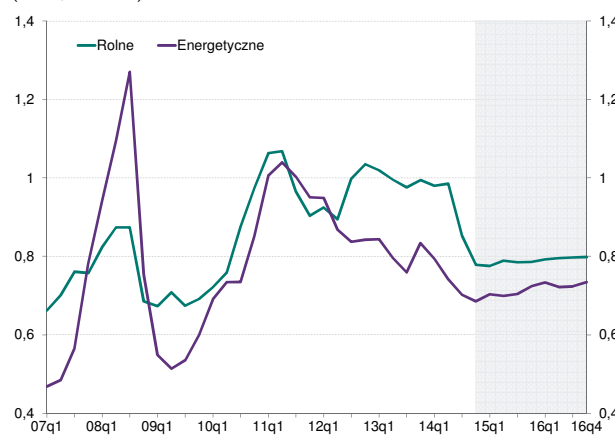
pracy (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*).

W strefie euro w latach 2015-2016 można spodziewać się jedynie umiarkowanego ożywienia, ze średnią dynamiką PKB na poziomie 1,3% r/r. Przyczynią się do tego problemy strukturalne części gospodarek strefy euro oraz ich niska konkurencyjność w handlu światowym. Uwarunkowania te wraz z niskim oczekiwanym popytem ograniczają aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw pomimo stopniowo poprawiającej się dostępności kredytu.

Wobec gorszych od oczekiwań odczytów PKB za II kw. 2014 r. w Niemczech, Francji i Włoszech prognoza wzrostu gospodarczego w strefie euro została obniżona w stosunku do projekcji z lipca br. Ponadto na niższą niż założono w projekcji lipcowej dynamikę PKB w strefie euro wskazują spadki wartości części wskaźników koniunktury obserwowane w ostatnim okresie. Odzwierciedlają one pogorszenie nastrojów dotyczących przewidywanej przez konsumentów i producentów sytuacji gospodarczej, co wynika m.in. ze wzrostu ryzyka geopolitycznego związanego z kryzysem rosyjsko-ukraińskim. Skalę korekty prognozy ograniczają natomiast lepsze niż oczekiwano w lipcu br. perspektywy dla krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, a także spodziewane niższe ceny surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych przekładające się na niższą inflację i w efekcie wzrost dochodów gospodarstw domowych w ujęciu realnym.

Oczekuje się, że indeks cen surowców energetycznych (Wykres 4.4) będzie kształtował się w całym horyzoncie projekcji wyraźnie poniżej poziomu przyjętego w rundzie lipcowej. Korekta ta jest konsekwencją pogorszenia perspektyw dla globalnej aktywności gospodarczej, w tym w szczególności wolniejszego od oczekiwań wzrostu w Chinach. W kierunku obniżenia prognozy ropy

Wykres 4.4 Indeksy cen surowców na rynkach światowych (USD, 2011=1)



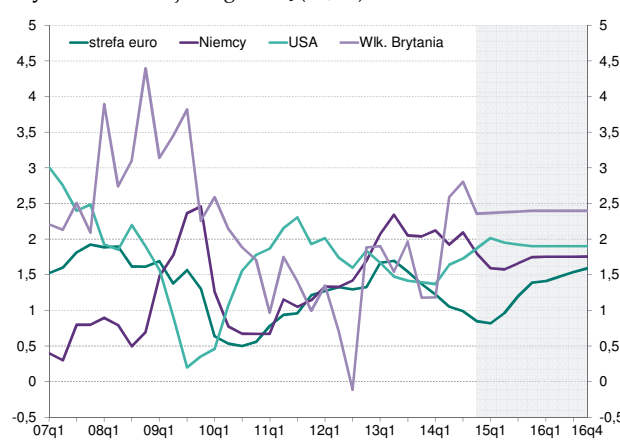
naftowej oddziałuje ponadto spodziewany wzrost podaży tego surowca, na który złoży się oczekiwane zwiększenie dostaw z Libii i intensyfikacja wydobycia w Stanach Zjednoczonych.

Prognoza indeksu cen surowców rolnych (Wykres 4.4) uległa istotnemu obniżeniu w całym horyzoncie w stosunku do założeń projekcji lipcowej, do czego przyczyniła się nadpodaż surowców rolnych na rynkach światowych. Nadpodaż ta jest skutkiem korzystnych warunków agrometeorologicznych sprzyjających produkcji większości uwzględnionych w indeksie surowców rolnych (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowców*). W tym samym kierunku oddziałuje również wprowadzone w sierpniu br. rosyjskie embargo na płody i produkty rolne obejmujące kraje Unii Europejskiej, Stany Zjednoczone, Australię, Kanadę i Norwegię. Korektę prognozy indeksu cen surowców rolnych ograniczają natomiast nieco wyższe niż w projekcji lipcowej oczekiwane ceny kawy i kakao, co związane jest głównie z niekorzystnymi dla nich warunkami meteorologicznymi.

Rewizja w dół prognoz cen surowców energetycznych i rolnych przyczynia się do obniżenia w porównaniu z rundą lipcową prognoz inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki, w szczególności w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (Wykres 4.5). W przypadku strefy euro do korekty w dół spodziewanej dynamiki cen przyczyniają się ponadto niższe niż w lipcu br. oczekiwania inflacyjne firm i konsumentów, które odzwierciedlają gorsze perspektywy dla wzrostu w tej gospodarce. W konsekwencji inflacja za granicą w całym horyzoncie projekcji kształtuje się na niskim poziomie, w tym zwłaszcza w strefie euro, co odzwierciedla wolniejsze tempo wychodzenia strefy z recesji.

Wobec prognozowanej niskiej inflacji oraz umiarkowanego tempa wzrostu w strefie euro

Wykres 4.5 Inflacja za granicą (t/t, %)





bieżący scenariusz projekcyjny zakłada kontynuację akomodacyjnej polityki pieniężnej prowadzonej przez ECB. W szczególności przyjęto, że do końca horyzontu projekcji nie nastąpią podwyżki stopy procentowej w strefie euro (Wykres 4.6, por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*). W przypadku gospodarki amerykańskiej w świetle prognoz wyższego tempa wzrostu, oczekuje się wcześniejszego niż w strefie euro rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej. Jednak ze względu na niskie oczekiwane ceny energii i pogorszenie perspektyw dla światowego wzrostu, zacieśnienie to nastąpi w drugiej połowie 2015 r.

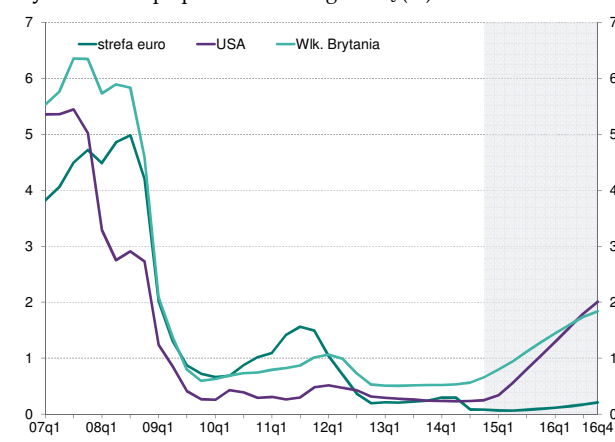
Prognozowany niższy wzrost gospodarczy w strefie euro w porównaniu do Stanów Zjednoczonych oraz coraz wyraźniej zaznaczająca się dywergencja perspektyw polityki pieniężnej pomiędzy Rezerwą Federalną i EBC wskazują na możliwość umiarkowanego osłabienia kursu euro wobec dolara amerykańskiego – do poziomu 1,23 w średnim i długim horyzoncie projekcji.

### 4.3 Gospodarka polska w latach 2014-2016

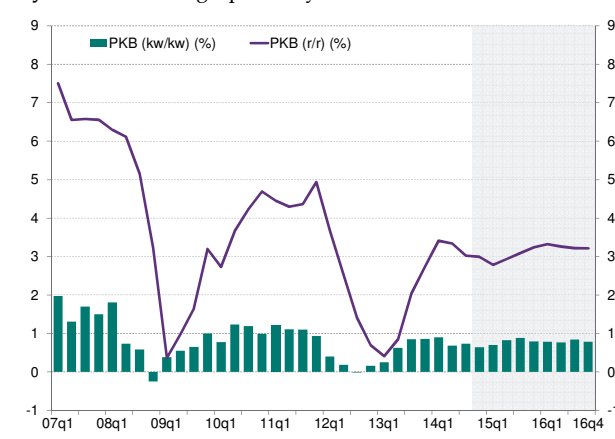
#### Popyt zagregowany

W I poł. br. tempo wzrostu PKB ukształtowało się na poziomie 3,4% r/r, na co wpływ miała wysoka dynamika akumulacji, przy umiarkowanym wzroście spożycia indywidualnego oraz ujemnym wkładzie eksportu netto. W kolejnych kwartałach, ze względu na niekorzystną sytuację w otoczeniu Polski – osłabienie koniunktury w strefie euro oraz eskalację konfliktu ukraińsko-rosyjskiego – dynamika krajowego PKB przejściowo się obniży (Wykres 4.7). Pogorszenie sytuacji za granicą najsilniej oddziaływać będzie na kształtowanie się eksportu oraz nakładów brutto na środki trwałe. Wraz ze stopniową odbudową popytu w strefie

Wykres 4.6 Stopa procentowa za granicą (%)



Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



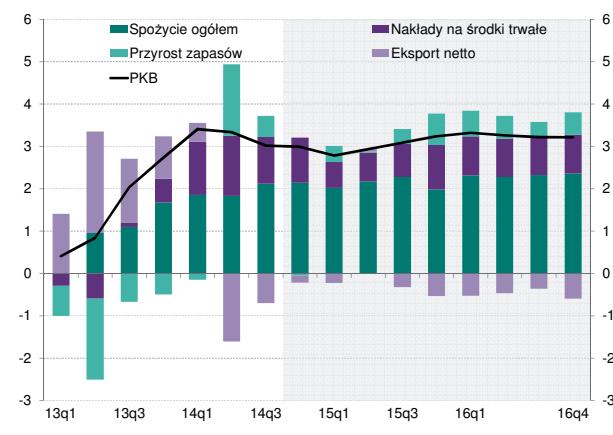
euro, w dłuższym horyzoncie projekcji nastąpi także umiarkowana poprawa krajowej koniunktury. Proces ożywienia w Polsce będzie jednak ograniczany spadkiem napływu transferów kapitałowych z UE, co będzie wynikać z zakończenia rozliczenia perspektywy finansowej UE 2007-2013 (Wykres 4.11).

W horyzoncie projekcji dynamika konsumpcji stabilizuje się na umiarkowanym poziomie, zbliżonym do obserwowanego w I poł. roku (Wykres 4.9). Czynnikiem wspierającym wzrost konsumpcji będzie stopniowy wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych z pracy najemnej (stanowiących największą część dochodów do dyspozycji). W kierunku szybszego wzrostu konsumpcji oddziaływać będzie także rosnąca, wraz z poprawą koniunktury w dłuższym horyzoncie projekcji, dynamika dochodów z pracy na własny rachunek. Wzrost wydatków na zakup dóbr i usług konsumpcyjnych dokonywanych przez gospodarstwa domowe będzie natomiast ograniczać ich niska bieżąca stopa oszczędności. Przekłada się ona bowiem na niższą skłonność gospodarstw domowych do finansowania konsumpcji kredytem mimo historycznie niskiego poziomu stóp procentowych NBP.

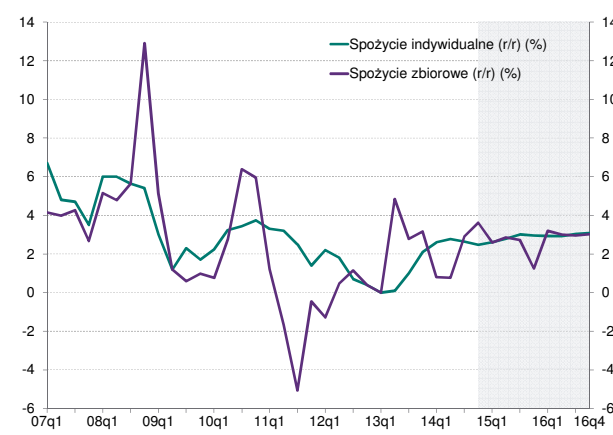
Do końca 2015 r. dynamika spożycia zbiorowego utrzymywać się będzie na poziomie nieco niższym od odnotowanego w 2013 r., do czego w dużym stopniu przyczyni się trwające kolejny rok zamrożenie płac w sferze budżetowej w podsektorze centralnym. W 2016 r. nastąpi natomiast, zgodnie z przyjętymi w projekcji założeniami, wzrost wynagrodzeń w administracji publicznej. W ślad za nim dynamika spożycia zbiorowego przyspieszy, choć pozostanie niższa od tempa wzrostu PKB.

Po wysokim wzroście nakładów brutto na środki trwałe w I poł. br. (9,3% r/r), w kolejnych kwartałach dynamika inwestycji obniży się i w latach 2015-2016 kształtować się będzie na

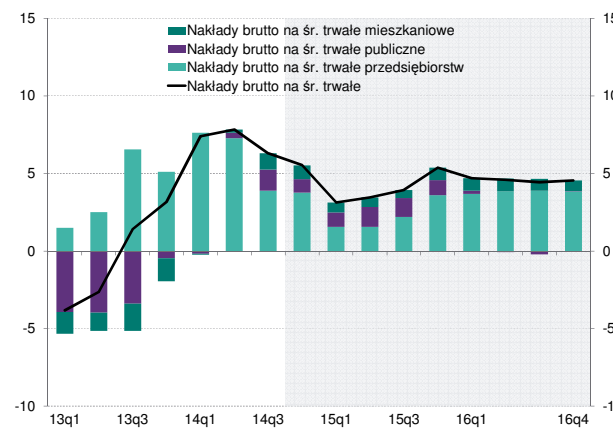
Wykres 4.8 Wzrost PKB (r/r,%) - dekompozycja



Wykres 4.9 Spożycie indywidualne i zbiorowe.



Wykres 4.10 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) - dekompozycja

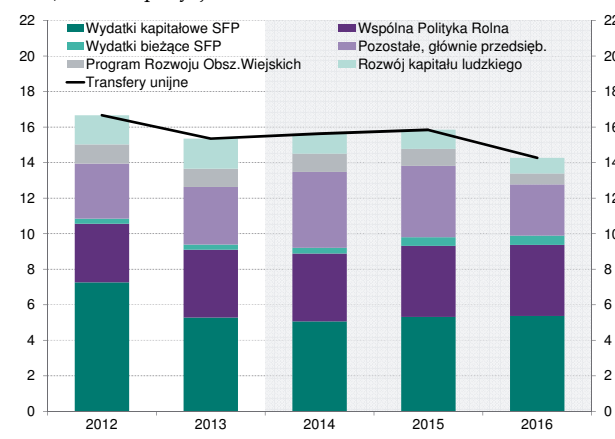


poziomie średnio 4,3% r/r (Wykres 4.10). Na przebieg akcji inwestycyjnej w gospodarce negatywnie wpływać będzie spowolnienie, a w dłuższym horyzoncie projekcji – jedynie umiarkowana odbudowa wzrostu za granicą. W tym samym kierunku oddziaływać będzie również kształtowanie się poziomu wykorzystania transferów kapitałowych z UE (Wykres 4.11). W całym horyzoncie projekcji wzrost nakładów brutto na środki trwałe wspierać będą natomiast obniżenie realnych stóp procentowych.

W krótkim i średnim horyzoncie projekcji istotnie obniży się dynamika inwestycji przedsiębiorstw, co stanowić będzie reakcję na spowolnienie gospodarcze w strefie euro oraz wzrost niepewności w regionie w związku z eskalacją konfliktu ukraińsko-rosyjskiego. Niekorzystne uwarunkowania zewnętrzne wpływają na krajową koniunkturę bezpośrednio – poprzez spadek popytu na polski eksport, jak również negatywnie oddziałują na nastroje przedsiębiorstw. Badania koniunktury NBP wskazują w szczególności na spadek prognoz popytu, zamówień i produkcji wśród polskich firm<sup>60</sup>. W reakcji na pogorszenie sytuacji w kraju i za granicą przedsiębiorstwa ograniczają tempo wzrostu wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji<sup>61</sup>, co z pewnym opóźnieniem wpłynie na poziom ich nakładów inwestycyjnych.

Mimo że negatywne sygnały płynące z otoczenia polskiej gospodarki prowadzą do wyraźnego ograniczenia akcji inwestycyjnej przedsiębiorstw, w całym horyzoncie projekcji tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w tym sektorze pozostanie dodatnie. Przedsiębiorstwa znajdują się bowiem obecnie w relatywnie dobrej kondycji finansowej, pozwalającej na finansowanie inwestycji ze środków własnych. Dodatkowo

Wykres 4.11 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld euro) - dekompozycja



<sup>60</sup> Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2014 roku, NBP.

<sup>61</sup> Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w II kw. 2014 r., NBP.

pozostawanie stóp procentowych na ich obecnym, historycznie niskim poziomie (co wynika z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP), ułatwia finansowanie inwestycji kredytem bankowym. Wyższy od wieloletniej średniej poziom wykorzystania mocy produkcyjnych<sup>62</sup> sygnalizuje z kolei rosnącą potrzebę dokonywania inwestycji odtworzeniowych.

W dłuższym horyzoncie projekcji, wraz z umiarkowanym ożywieniem gospodarczym w kraju i za granicą, wzrost inwestycji przedsiębiorstw przyspieszy. Skalę tego przyspieszenia ograniczać będzie jednak zakończenie procesu wykorzystywania środków z perspektywy finansowej UE 2007-2013 skutkujące wyraźnym spadkiem wykorzystania transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego (Wykres 4.11).

W I poł. br. po ponad dwóch latach spadków odnotowano dodatnią dynamikę inwestycji publicznych, do czego przyczynił się przede wszystkim wzrost, współfinansowanych ze środków UE, nakładów jednostek samorządu terytorialnego na infrastrukturę transportową. W najbliższych kwartałach nastąpi kontynuacja tych tendencji. Do końca 2015 r., gdy wykorzystywane będą fundusze z bieżącej perspektywy finansowej UE (2007-2013) i jednocześnie rozpocznie się absorpcja funduszy z nowej perspektywy (2014-2020), kontynuowany będzie umiarkowany wzrost wydatków inwestycyjnych sektora finansów publicznych (SFP). Aktualnie dostępne informacje wskazują jednak, że – podobnie jak miało to miejsce w przypadku obecnej perspektywy – proces wykorzystania środków z nowej perspektywy będzie następował stopniowo. W konsekwencji w dłuższym horyzoncie projekcji, gdy zakończy się absorpcja środków z

---

<sup>62</sup> Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2014 roku, NBP.

perspektywy 2007-2013, nastąpi przejściowy spadek wykorzystania transferów strukturalnych UE i wyhamowanie akcji inwestycyjnej SFP.

W I poł. br. wzrosły również, po roku spadków, inwestycje mieszkaniowe. Przyczyniła się do tego poprawa kondycji finansowej gospodarstw domowych oraz obniżenie w 2013 r. stóp procentowych do historycznie niskiego poziomu. W kolejnych kwartałach oczekiwana jest dalsza poprawa sytuacji w budownictwie mieszkaniowym, na co wskazuje wzrost wartości nowo podpisanych umów na kredyty mieszkaniowe<sup>63</sup>, wzrost liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto oraz wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę mieszkań<sup>64</sup>. Wzrost popytu mieszkaniowego w całym horyzoncie projekcji wspierać będzie stabilna dodatnia dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, wprowadzony od 2014 r. rządowy program „Mieszkanie dla Młodych” oraz historycznie niski poziom stóp procentowych. W przeciwnym kierunku oddziaływać będzie natomiast zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych wraz z wprowadzoną na początku br. nowelizacją Rekomendacji S.

W krótkim i średnim horyzoncie projekcji na skutek pogorszenia sytuacji gospodarczej w kraju i niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych nastąpi wyraźne osłabienie dynamiki obrotów handlowych. Spadnie zwłaszcza eksport do Rosji i na Ukrainę, lecz ze względu na wysoki udział w polskim handlu zagranicznym, największy wpływ na kształtowanie się eksportu ogółem będzie miało ograniczenie wzrostu sprzedaży do strefy euro. Spowolnienie eksportu dotyczyć będzie zwłaszcza kategorii produkowanych w ramach międzynarodowych sieci podaży. W najbliższych kwartałach, w ślad za obniżeniem tempa wzrostu popytu krajowego, silnie spadnie także dynamika

<sup>63</sup> Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2014 r., NBP

<sup>64</sup> Tamże.

importu. Ze względu jednak na relatywnie silny spadek tempa wzrostu eksportu wkład eksportu netto do wzrostu pozostanie czynnikiem zmniejszającym dynamikę PKB, inaczej niż w poprzednich okresach słabszej koniunktury (Wykres 4.12). W dłuższym horyzoncie projekcji, w reakcji na poprawę koniunktury w kraju oraz otoczeniu gospodarczym Polski, nastąpi przyspieszenie tempa wzrostu wolumenu handlu zagranicznego, choć w wyrażnie mniejszej skali niż w poprzednich okresach ożywienia.

### Równowaga makroekonomiczna

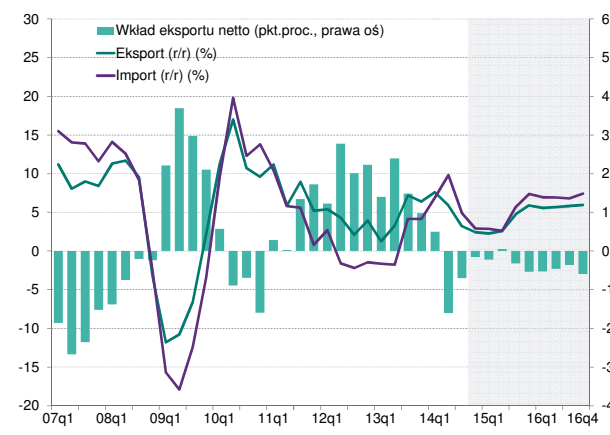
Od wybuchu światowego kryzysu finansowego dynamika produktu potencjalnego w Polsce wyraźnie obniżyła się. W horyzoncie projekcji oczekiwane jest nieznaczne przyspieszenie wzrostu potencjalnego PKB, lecz nadal pozostanie on na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Wobec oczekiwanego spowolnienia w gospodarce polskiej PKB będzie rósł tylko nieco szybciej niż produkt potencjalny. W konsekwencji ujemna od II poł. 2012 r. luka popytowa w horyzoncie projekcji ulegnie jedynie częściowemu zawężeniu i do końca horyzontu projekcji pozostanie ujemna, kształtując się w roku 2016 na poziomie -0,6% produktu potencjalnego (Wykres 4.13).

Na nieznaczne przyspieszenie dynamiki produktu potencjalnego złożą się dwa czynniki.

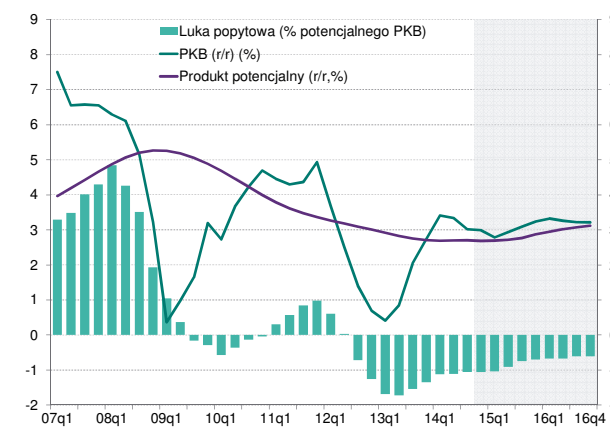
Po pierwsze, kontynuowany będzie, rozpoczęty w II połowie 2013 r., umiarkowany trend wzrostowy niskiej obecnie dynamiki wydajności czynników produkcji (TFP), która do końca horyzontu projekcji nie powróci jednak do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

Po drugie, korzystnie na dynamikę produktu potencjalnego przekładać się będą obserwowane obecnie pozytywne tendencje na rynku pracy, odzwierciedlone w obniżającej się stopie bezrobocia równowagi (NAWRU, Wykres 4.16) i wzroście stopy aktywności zawodowej.

Wykres 4.12 Handel zagraniczny



Wykres 4.13 Luka popytowa



W kierunku obniżenia stopy bezrobocia równowagi oddziaływać będzie wygasające, w ślad za obniżającą się bieżącą stopą bezrobocia, negatywne zjawisko histerezy (zwiększające dotychczas stopę bezrobocia równowagi). Spadkowi stopy bezrobocia sprzyjać będzie także relatywnie wysoka elastyczność krajowego rynku pracy. W Polsce, w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej, częściej stosowaną formą zatrudnienia są umowy na czas określony i – zwłaszcza w sektorze usług – umowy cywilno-prawne<sup>65</sup>. Rzadziej stosowany jest natomiast mechanizm indeksacji wynagrodzeń, co ułatwia dostosowanie płac do warunków rynkowych<sup>66</sup>.

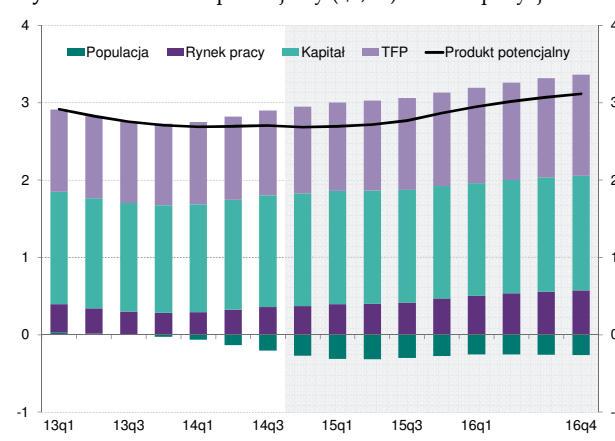
Stopniowy wzrost stopy aktywności w horyzoncie projekcji (który jednak będzie wyraźnie wolniejszy niż w ostatnich latach) w największym stopniu będzie wynikiem dalszego wzrostu aktywności osób w wieku powyżej 44 lat, m.in. na skutek podwyższenia wieku emerytalnego od początku 2013 r. Skalę wzrostu stopy aktywności ograniczać będzie natomiast niekorzystna zmiana struktury wiekowej ludności w związku ze zwiększającym się udziałem osób w wieku poprodukcyjnym.

W horyzoncie projekcji negatywnie na wzrost produktu potencjalnego, osłabiając pozytywny wpływ wymienionych powyżej czynników, wpływać będzie obniżanie się liczby ludności spowodowany emigracją, która w przeważającej części dotyczy osób aktywnych zawodowo (Wykres 4.14).

Neutralnie na wzrost produktu potencjalnego wpływać będzie natomiast dynamika kapitału ze względu na relatywnie stabilne tempo wzrostu inwestycji (Wykres 4.14).

W I poł. 2014 r. nastąpił istotny wzrost liczby osób pracujących (według BAEL), do czego przyczyniło się wejście gospodarki polskiej w fazę ożywienia w

Wykres 4.14 Produkt potencjalny (r/r, %) - dekompozycja



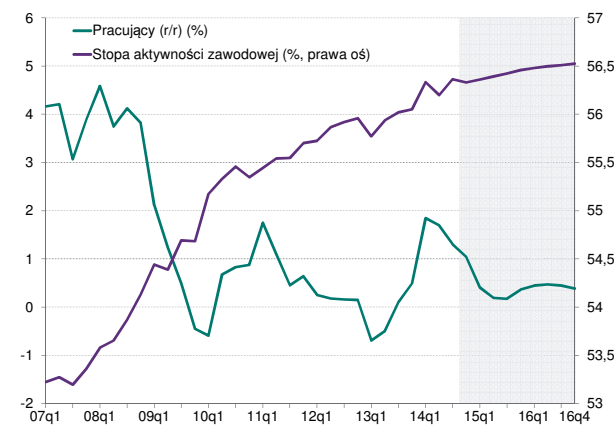
<sup>65</sup> Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2013, NBP oraz Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2014, NBP

<sup>66</sup> Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2012, NBP.

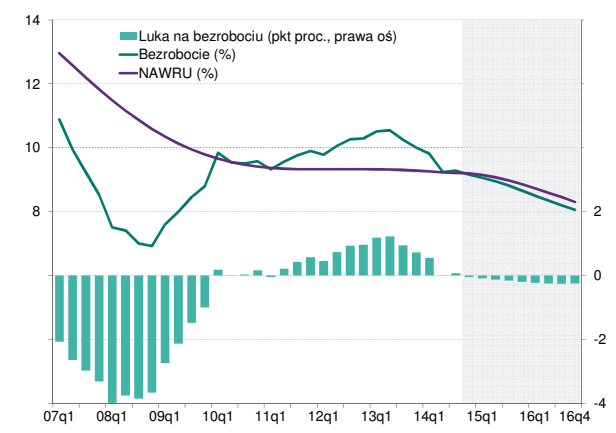
tym okresie. Tak wysoki wzrost w istotnej części wynikał jednak z oddziaływania efektu statystycznego związanego z wydłużeniem urlopu macierzyńskiego z 6 do 12 miesięcy dla rodziców dzieci urodzonych po 31 grudnia 2012 r.<sup>67</sup> W dłuższym horyzoncie projekcji – wobec stabilizacji dynamiki PKB oraz wygaśnięcia efektu statystycznego – tempo wzrostu liczby pracujących ulegnie obniżeniu, choć pozostanie dodatnie (Wykres 4.15). Wzrost liczby pracujących ma obecnie miejsce przy wzroście PKB niższym od długoletniej średniej, co może mieć charakter strukturalny i wynikać z wejścia polskiej gospodarki w fazę niższego wzrostu wydajności pracy. Wyczerpały się już bowiem możliwości łatwego zwiększania produktywności związane z restrukturyzacją polskiej gospodarki w początkowym okresie transformacji. Jednocześnie – wraz ze wzrostem relatywnego poziomu wydajności względem krajów wysokorozwiniętych – spowolnieniu ulega proces realnej konwergencji. Odzwierciedleniem tych procesów jest obniżenie dynamiki produktywności czynników produkcji (TFP) względem lat 90. i 2000. Zwiększaniu zatrudnienia sprzyja dodatkowo wysoka elastyczność krajowego rynku pracy i towarzyszący jej niski koszt rotacji pracowników.

Łącznie, wzrost liczby pracujących przy spadku liczby ludności oraz jedynie nieznacznie rosnącej stopie aktywności zawodowej przełoży się – pomimo niekorzystnej koniunktury – na obniżenie stopy bezrobocia BAEL do 8,3% w 2016 r. (Wykres 4.16). Jednakże ze względu na równoczesny spadek stopy bezrobocia równowagi (Wykres 4.16), wzrost presji płacowej będzie miał łagodny charakter. Dynamika realnych wynagrodzeń w latach 2014-2016 kształtować się będzie na poziomie nieco wyższym niż wzrost

Wykres 4.15 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Wykres 4.16 Bezrobocie



<sup>67</sup> Zgodnie z metodologią BAEL osoby pozostające na urlopie macierzyńskim uznawane są za aktywne zawodowo i pracujące. Z kolei osoby przebywające na urlopie wychowawczym powyżej 3 miesięcy – a liczba takich osób się zmniejszyła w wyniku wydłużenia urlopu macierzyńskiego – zaliczane są do grupy nieaktywnych zawodowo.



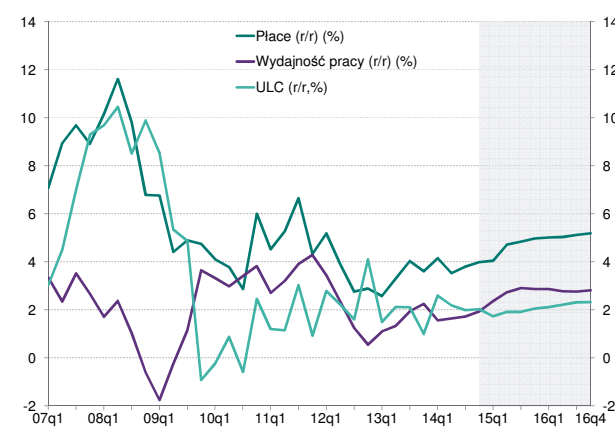
wydajności pracy (Wykres 4.17). Dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostanie zatem w horyzoncie projekcji na umiarkowanym, stabilnym poziomie, zbliżonym do 2% r/r.

Saldo rachunku bieżącego i kapitałowego w I poł. 2014 r. ukształtowało się na historycznie wysokim poziomie. Przyczyniła się do tego w dużym stopniu poprawa salda obrotów towarowych i usług, którego wyrazem był dodatni, w okresie od II kw. 2011 r. do I kw. 2013 r., wkład eksportu netto do wzrostu. Poprawie salda handlowego w ostatnim okresie sprzyjał również wzrost *terms of trade*, który dokonał się za sprawą spadku cen importu, m.in. na skutek umocnienia złotego względem dolara i jednoczesnym obniżeniu wyrażonych w dolarach, cen surowców. Do wzrostu salda rachunku bieżącego i kapitałowego przyczyniła się także nieznaczna poprawa salda dochodów spowodowana spadkiem dochodów nierezydentów osiągniętych z tytułu inwestycji bezpośrednich oraz poprawa salda transferów na skutek wzrostu napływu funduszy z Unii Europejskiej. W dalszym horyzoncie projekcji saldo rachunku bieżącego i kapitałowego będzie się stopniowo zmniejszać, choć jeszcze w 2015 r. pozostanie dodatnie (Tabela 4.3). Negatywnie na saldo wpływać będzie pogarszający się w całym horyzoncie projekcji bilans handlowy (efekt ujemnego od II kw. 2014 r. wkładu eksportu netto do wzrostu). W 2016 r. dodatkowo istotnie obniży się napływ funduszy unijnych, co związane będzie z zakończeniem w 2015 r. rozliczenia perspektywy finansowej UE 2007-2013. Pozostałe składniki salda rachunku bieżącego i kapitałowego (silnie ujemny bilans dochodów i równoważące je w niewielkiej części dodatnie saldo wynagrodzeń i przekazów zarobkowych z zagranicy) pozostaną w okresie objętym projekcją relatywnie stabilne.

#### Kurs walutowy

W horyzoncie projekcji czynniki przemawiające za umocnieniem i osłabieniem kursu złotego będą się

Wykres 4.17 Jednostkowe koszty pracy

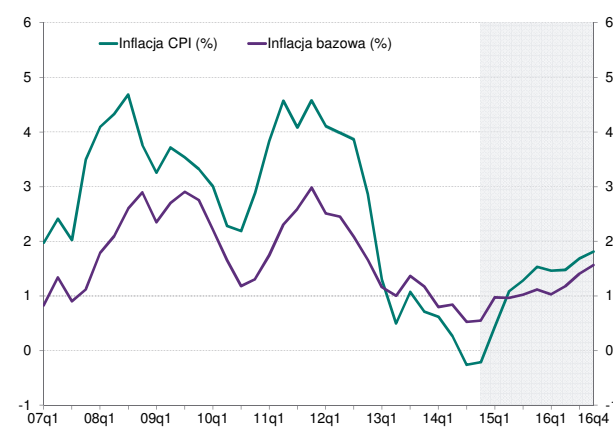


równowżyć. W kierunku aprecjacji oddziałuje rekordowy obecnie poziom salda rachunku bieżącego i kapitałowego. Czynnikiem sprzyjającym wzmocnieniu waluty krajowej będzie również kontynuacja procesu realnej konwergencji polskiej gospodarki, odzwierciedlonego w projekcji w wyższym wzroście krajowego produktu potencjalnego w porównaniu z dynamiką potencjału głównych partnerów handlowych Polski. Wpływ powyższych czynników będzie jednak w dużym stopniu równoważony przez zmniejszający się dysparytet stóp procentowych wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP i stopniowym wzroście stóp procentowych za granicą. Aprecjacja złotego będzie również hamowana przez utrzymujący się podwyższony poziom ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych związany z obawami o nasilenie się tendencji recesyjnych w części gospodarek rozwiniętych. W dłuższym horyzoncie projekcji czynnikiem ograniczającym umocnienie złotego będzie natomiast pogarszanie się salda obrotów bieżących i kapitałowych.

## Inflacja

Indeks cen konsumenta w III kw. br. obniżył się o 0,3% r/r. Na ujemną dynamikę wskaźnika inflacji CPI złożył się niski poziom inflacji bazowej oraz spadek cen żywności i cen energii w ujęciu r/r. Pomimo stopniowego wzrostu w kolejnych kwartałach inflacja do końca horyzontu projekcji kształtować się będzie wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (Wykres 4.18), do czego przyczyni się niska presja popytowa i kosztowa. Dodatkowo wzrost cen żywności i energii (Wykres 4.21) ograniczać będą stabilne ceny surowców na rynkach światowych. Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP, prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w przedziale 1,5%-3,5%, które obecnie jest bliskie zera, rośnie w horyzoncie projekcji, ale nie przekracza poziomu 50% (Tabela 4.2).

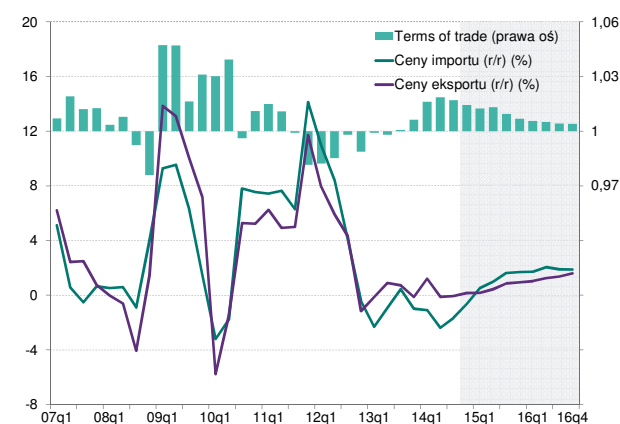
Wykres 4.18 Inflacja CPI i bazowa



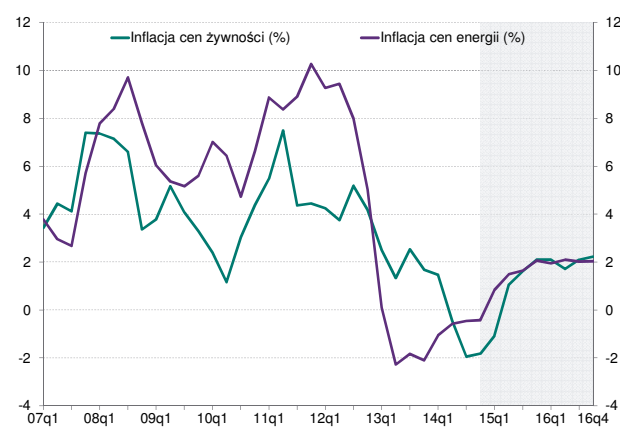
W całym horyzoncie projekcji inflacja bazowa kształtować się będzie na niskim poziomie – w latach 2015-2016 średnio 1,2% r/r – do czego przyczynią się zarówno czynniki krajowe jak i zewnętrzne (Wykres 4.18). Głównym źródłem niskiej inflacji bazowej pozostaje prognozowana niska presja popytowa w gospodarce, na co wskazuje ujemna w całym horyzoncie projekcji luka popytowa. Jej kształt wiąże się z oczekiwanym przejściowym obniżeniem wzrostu PKB w 2015 r., a następnie jedynie jego niewielkim przyspieszeniem. Inflację bazową na niskim poziomie utrzymywać będzie także brak istotnej presji kosztowej. Z jednej strony, umiarkowany charakter poprawy sytuacji na rynku pracy, przełoży się na niski, w horyzoncie projekcji, wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Z drugiej strony, skala wzrostu cen importu (Wykres 4.19) będzie ograniczana przez słabą koniunkturę i niską inflację za granicą.

Komponentem najsilniej obniżającym wzrost cen konsumenta w krótkim horyzoncie projekcji będą ceny żywności (Wykres 4.21), których ujemna dynamika utrzyma się do I kw. 2015 r. (Wykres 4.20). Tak silny spadek cen żywności jest wypadkową słabszej koniunktury oraz zwiększonej podaży surowców rolnych. Na rynku owoców, warzyw, mięs, ryb, mleka i nabiału występuje obecnie nadpodaż związana w dużej mierze z wprowadzeniem przez Rosję embarga na import surowców z tych grup. Dodatkowo po wyjątkowo krótkiej i ciepłej zimie, zbiory owoców i warzyw w Polsce i południowej Europie były wyjątkowo wysokie. W dłuższym horyzoncie projekcji, przy założeniu wygasania dodatnich szoków podażyowych, inflacja cen żywności stopniowo zacznie rosnać. Wzrost ten będzie jednak ograniczać niska presja popytowa na rynku krajowym oraz stabilne w całym horyzoncie projekcji ceny surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.4).

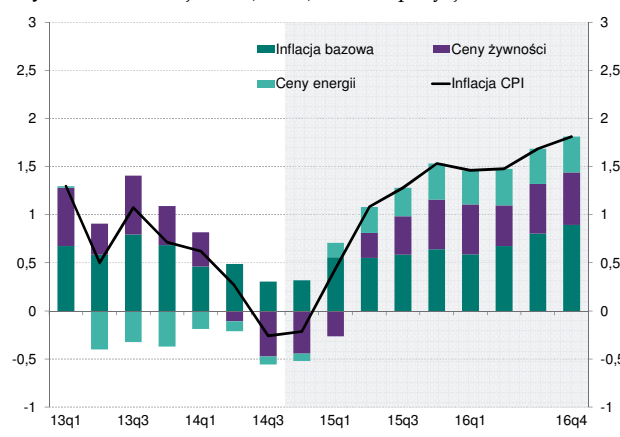
Wykres 4.19 Ceny eksportu i importu



Wykres 4.20 Inflacja cen żywności i energii



Wykres 4.21 Inflacja CPI (r/r, %) - dekompozycja



Niska przewidywana inflacja w horyzoncie projekcji wynika również z niskiego wzrostu cen energii. W bieżącym roku średnia dynamika cen energii będzie, podobnie jak w 2013 r., ujemna i wyniesie -0,6%. Przyczyni się do tego obniżka cen energii elektrycznej od 1 stycznia br. dla gospodarstw domowych, a także obniżki cen paliw związane ze spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych. W latach 2015-2016 dynamika cen energii wzrośnie, jednak kształtować się będzie na niskim poziomie, istotnie poniżej wieloletniej średniej. W kierunku jej ograniczenia oddziaływać będzie jedynie powolny wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych, co zmniejszać będzie skalę potencjalnych podwyżek – zatwierdzanych przez URE – cen energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych.

#### 4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W bieżącej rundzie progностycznej zarówno oczekiwana dynamika PKB, jak i przyszła ścieżka inflacji CPI zostały skorygowane w dół w porównaniu z projekcją lipcową (Tabela 4.1).

Rewizja prognozowanego tempa wzrostu gospodarczego w największym stopniu – średnio o 0,5 pkt. proc. – dotyczy lat 2014-2015. Korekta ta związana jest z niekorzystnym rozwojem sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki oraz obniżeniem prognozowanego wykorzystania funduszy unijnych. Niższa aktywność gospodarcza z opóźnieniem będzie się przekładać na słabszą presję inflacyjną. W kierunku obniżenia prognoz inflacji oddziaływać będą także niższe ceny surowców na rynkach światowych. Wpływ tych czynników na inflację CPI stopniowo rośnie wraz z wydłużaniem się horyzontu prognozy – do -0,7 pkt proc. w 2016 r.

Tabela 4.1. Projekcja listopadowa na tle lipcowej

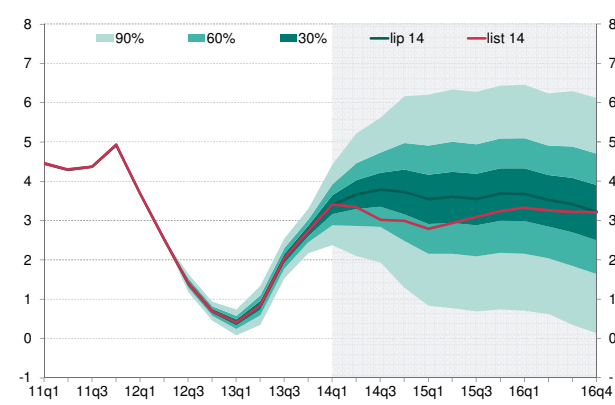
	2014	2015	2016
<b>PKB (r/r, %)</b>			
<b>XI 2014</b>	3,2	3,0	3,3
<b>VII 2014</b>	3,6	3,6	3,5
<b>Inflacja CPI (r/r, %)</b>			
<b>XI 2014</b>	0,1	1,0	1,6
<b>VII 2014</b>	0,2	1,4	2,3

## PKB

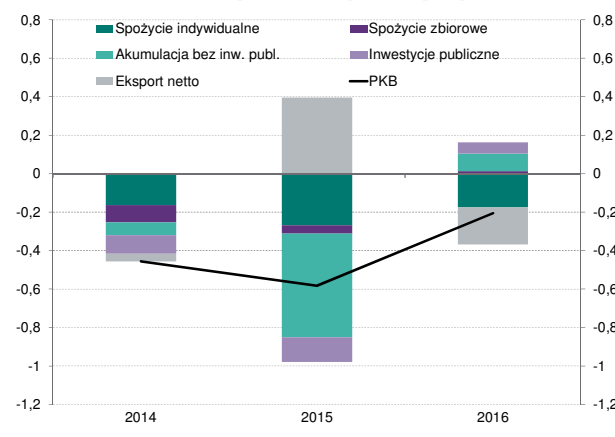
Informacje, które napłynęły po zamknięciu projekcji lipcowej, wskazują na pogorszenie sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, co przekłada się na obniżenie prognozy wzrostu krajowego PKB, w tym zwłaszcza w krótkim i średnim horyzoncie projekcji. Po napływie danych z ostatnich miesięcy, prognozy wzrostu w strefie euro zostały zrewidowane w dół, najsilniej w latach 2014-2015. Dane te wskazują na większe, niż oceniano wcześniej, problemy strukturalne niektórych gospodarek strefy euro. Dodatkowo pogorszeniu uległy nastroje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w strefie euro, co w pewnej części powiązane jest z zaostrzeniem kryzysu rosyjsko-ukraińskiego. Ze względu na powiązania handlowe relatywnie silniej oddziałuje on na polską gospodarkę. Poza bezpośrednim kanałem handlowym, sytuacja za granicą wpływa również negatywnie na nastroje w krajowym sektorze przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza w przemyśle, prowadząc do spadku popytu inwestycyjnego. Wpływ niższych inwestycji krajowych, ze względu na wysoką importochłonność tej kategorii, kompensowany jest częściowo wyższym eksportem netto (Wykres 4.23). Wzrost niepewności i pogorszenie nastrojów przedsiębiorstw przekłada się również na decyzje firm dotyczące zatrudnienia i wynagrodzeń. Wynikająca z tego gorsza sytuacja na rynku pracy oddziałuje z kolei na prognozowane tempo odbudowy konsumpcji.

Skalę rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego w latach 2014-2015 zwiększa zmiana założeń dotyczących wykorzystania środków unijnych. W bieżącej projekcji przyjęto odłożenie w czasie realizacji niektórych projektów z perspektywy unijnej 2014-2020 ze względu na zmiany w Planie Budowy Dróg Krajowych oraz

Wykres 4.22 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Wykres 4.23 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)<sup>68</sup>



<sup>68</sup> Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od różnicy wielkości z Tabeli 4.1 ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

opóźnienia w zatwierdzaniu dokumentów programowych względem oczekiwań z lipca br. Obniżenie absorpcji środków unijnych w największym stopniu oddziaływać będzie na dynamikę inwestycji publicznych w bieżącym i przyszłym roku (Wykres 4.23).

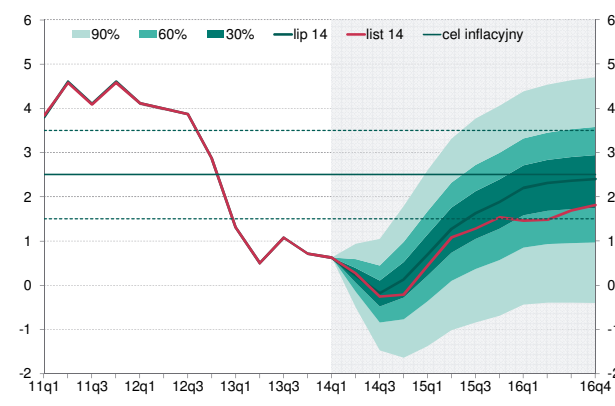
W dłuższym horyzoncie wpływ wymienionych powyżej czynników – otoczenia zewnętrznego i niższego napływu funduszy unijnych – będzie stopniowo wygasał, a dynamika PKB ukształtuje się jedynie nieznacznie poniżej oczekiwań z poprzedniej projekcji. Powrót do ścieżki prognozowanej w lipcu br. wspierać będzie poluzowanie polityki pieniężnej odzwierciedlone w obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,50 pkt proc.

## Inflacja

Informacje, jakie napłynęły od projekcji lipcowej, wskazują na niższą w całym horyzoncie inflację CPI. W krótkim horyzoncie przyczyni się do tego silniejszy spadek cen żywności i energii, co ma związek z wysoką podażą żywności nieprzetworzonej, spadkiem cen surowców rolnych i ropy naftowej na rynkach światowych oraz zmianami regulacyjnymi. Wraz z wydłużaniem horyzontu rewizja prognozy inflacji w dół w większym stopniu wynikać będzie z niższej aktywności gospodarczej przekładającej się na mniejszą presję popytową i kosztową w polskiej gospodarce.

Niższa prognoza inflacji CPI w bieżącym i przyszłym roku w dużym stopniu wynika z obniżenia oczekiwań dotyczących wzrostu cen paliw, ze względu na spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych. Na wolniejszy wzrost cen energii w przyszłym roku wpływają również niższe, względem wcześniejszych założeń, podwyżki cen energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych. Wbrew oczekiwaniom z lipca br. w taryfach energii

Wykres 4.24 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)

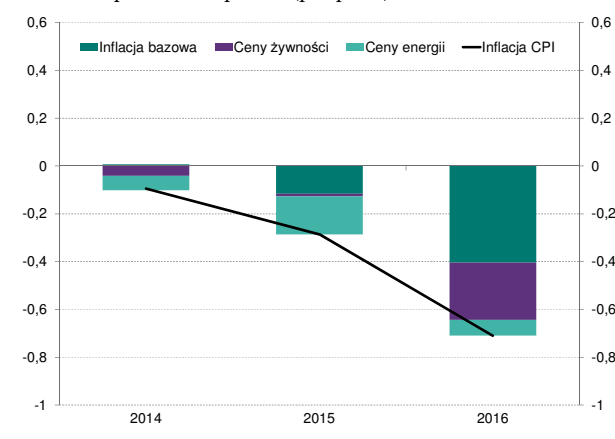


elektrycznej na 2015 r. nie zostaną uwzględnione koszty zakupu certyfikatów finansujących procesy kogeneracji. Z kolei niższa podwyżka cen gazu ziemnego w 2015 r. wynika z opóźnień w dostawach gazu z Kataru (który jest droższy niż importowany z Rosji) oraz spodziewaną obniżką cen importowanego z Rosji gazu ziemnego w wyniku negocjacji kontraktu z Gazpromem.

Obniżenie inflacji w 2014 r. wynika również ze spadku cen żywności na skutek korzystnych uwarunkowań podaży na rynkach rolnych w Polsce i Europie. Wysoka podaż surowców rolnych na tych rynkach spowodowana jest sprzyjającymi warunkami agrometeorologicznymi, jak również wprowadzeniem 7 sierpnia br. rosyjskiego embarga na owoce, warzywa, mięso, ryby oraz nabiał. Wpływ tych czynników na inflację cen żywności w ujęciu r/r będzie w horyzoncie prognozy stopniowo wygasał.

Niższa aktywność gospodarcza wpływa negatywnie na inflację CPI w całym horyzoncie projekcji. W wyniku obniżenia prognoz wzrostu PKB, ujemna luka popytowa, będąca syntetyczną miarą presji inflacyjnej w gospodarce, jest w horyzoncie projekcji niższa średnio o 0,6 pkt proc. Spadek inflacji wynika zarówno ze słabszej w porównaniu z projekcją lipcową presji popytowej, jak również z niższego wzrostu wynagrodzeń, obniżającego jednostkowe koszty pracy. Ze względu na charakter dostosowań cenowych w gospodarce i opóźnioną reakcję inflacji na spowolnienie gospodarcze, wpływ tych czynników na rewizję prognozy stopniowo rośnie wraz z wydłużaniem horyzontu projekcji. Biorąc pod uwagę, że najsilniej na poziom luki popytowej reaguje inflacja bazowa oraz inflacja cen żywności, komponenty te zostały w największym stopniu zrewidowane w 2016 r.

Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)<sup>69</sup>



<sup>69</sup> Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od różnicy wielkości z Tabeli 4.1 ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Słabsza, niż zakładano w lipcu, koniunktura za granicą przekłada się ponadto na obniżenie prognoz inflacji CPI poprzez niższe ceny importu. O ile niższe ceny surowców rolnych i ropy naftowej wpływają głównie na krajowe ceny żywności i energii, o tyle niższa presja inflacyjna za granicą w odniesieniu do pozostałych dóbr i usług oddziałuje najsilniej na rewizję w dół krajowej inflacji bazowej.

Czynnikiem ograniczającym skalę rewizji prognozy inflacji w dłuższym horyzoncie, podobnie jak dla prognozy PKB, jest obniżenie stóp procentowych NBP w stosunku do poprzedniej rundy prognostycznej.

#### 4.5 Źródła niepewności projekcji

Bilans czynników ryzyka dla projekcji inflacji wskazuje na możliwość zrealizowania się zarówno inflacji, jak i wzrostu PKB poniżej ścieżki centralnej projekcji (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności projekcji przedstawiono poniżej.

##### Trwałość i skala ożywienia w strefie euro

Otoczenie zewnętrzne, a w szczególności trwałość i skala ożywienia gospodarczego w strefie euro stanowi najważniejsze źródło niepewności projekcji inflacji i PKB oraz w największym stopniu odpowiada za asymetrię rozkładu ryzyka tych kategorii w dół.

Wyhamowanie ożywienia w strefie euro jest najprawdopodobniej wyrazem strukturalnych słabości tej gospodarki związane z brakiem wystarczających reform strukturalnych mających na celu poprawę jej konkurencyjności. Jednak w przypadku, gdyby problemy strukturalne strefy euro okazały się głębsze względem obecnych ocen, niższe od oczekiwania tempo wzrostu gospodarczego w tej gospodarce może utrzymywać się przez dłuższy czas. Nasilenie się

Tabela 4.2. Prawdopodobieństwo że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
<b>14q4</b>	1,00	1,00	1,00	0,52	0,00
<b>15q1</b>	0,92	1,00	1,00	0,52	0,08
<b>15q2</b>	0,69	0,93	0,99	0,53	0,31
<b>15q3</b>	0,61	0,88	0,98	0,54	0,37
<b>15q4</b>	0,54	0,81	0,96	0,55	0,41
<b>16q1</b>	0,57	0,82	0,95	0,56	0,38
<b>16q2</b>	0,58	0,82	0,95	0,57	0,38
<b>16q3</b>	0,53	0,78	0,94	0,58	0,41
<b>16q4</b>	0,51	0,76	0,93	0,59	0,42



obaw odnośnie do przyszłej sytuacji gospodarczej może przełożyć się na pogorszenie się nastrojów przedsiębiorców w Europie oraz pogłębienie spadku nakładów inwestycyjnych i w konsekwencji stanowić zagrożenie dla powrotu gospodarek europejskich na ścieżkę stabilnego wzrostu. Do pogorszenia nastrojów producentów i konsumentów w Europie, a tym samym do osłabienia popytu wewnętrznego, może prowadzić również utrzymywanie się na podwyższonym poziomie lub wzrost ryzyka geopolitycznego związanego z konfliktem rosyjsko-ukraińskim. Popyt wewnętrzny strefy euro może także osłabiać niższy od oczekiwań wzrost akcji kredytowej banków europejskich pomimo spadku niepewności związanym z publikacją wyników przeglądu jakości aktywów i stress-testów sektora bankowego oraz ostatnich działań Europejskiego Banku Centralnego (por. Ramka 2: *Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC od publikacji poprzedniego Raportu o inflacji*). Ponadto dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro, mające na celu pobudzenie popytu wewnętrznego, jest w dużym stopniu utrudnione przez brak możliwości dalszych obniżek stóp procentowych w związku z osiągnięciem zerowej granicy dla stóp procentowych. Wraz z narastaniem tendencji stagnacyjnych rosnać może również ryzyko odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oraz pojawienia się deflacji.

#### **Przedłużanie się konfliktu pomiędzy Rosją a Ukrainą**

Źródłem niepewności dla scenariusza rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce jest również dalszy przebieg kryzysu rosyjsko-ukraińskiego i jego wpływ na wymianę handlową, ceny żywności oraz nastroje podmiotów gospodarczych. Istotne znaczenie mogłoby mieć rozszerzenie sankcji gospodarczych nałożonych na Rosję. Oprócz negatywnych konsekwencji dla wzrostu gospodarczego w Polsce i u jej głównych partnerów handlowych mogłoby to doprowadzić

do wzrostu cen ropy naftowej oraz gazu ziemnego na rynkach światowych.

### **Ceny żywności i energii w Polsce**

Kolejne źródła niepewności projekcji wynikają z czynników oddziałujących szczególnie istotnie na ceny żywności i energii. Najważniejsze z nich to: polityka taryfowa URE, warunki meteorologiczne oraz sytuacja na światowym rynku surowcowym.

Na krajowe ceny energii istotnie wpływać będzie przyszła polityka taryfowa URE, w tym ewentualna liberalizacja rynku gazowego i elektroenergetycznego. Niepewnością obarczony jest również wpływ na ceny możliwej renegocjacji porozumienia pomiędzy PGNiG i Gazpromem oraz rozpoczęcia realizacji kontraktu katarskiego. Wpływ na ceny energii może mieć również Pakiet Energetyczno-Klimatyczny nakierowany na ograniczenie emisji CO<sub>2</sub>. Obecnie ceny uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> znajdują się na bardzo niskim poziomie i nie wywołują presji kosztowej, jednak ich wzrost stanowi nadal ryzyko dla kształtowania się cen energii w Polsce. Warunki agrometeorologiczne są z kolei największym ryzykiem nie tylko dla krajowych cen żywności, ale także dla cen za granicą, przekładających się na ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

Sytuacja na światowych rynkach surowcowych pozostawać będzie ponadto pod silnym wpływem popytu z gospodarek wschodzących, który – wobec relatywnie stabilnego spożycia w gospodarkach rozwiniętych – w największym stopniu determinuje zmiany popytu globalnego.

Ponadto czynnikiem ryzyka dla przyszłych cen surowców energetycznych jest skala wydobycia i eksportu przez Stany Zjednoczone gazu ziemnego i ropy naftowej z łupków, jak i zakłócenia podażowe wywołane niestabilną sytuacją polityczną w niektórych krajach wytwarzających ropę naftową. Dodatkowo czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen surowców energetycznych w Europie

jest możliwe osłabienie się kursu euro względem dolara na skutek dywergencji koniunktury i polityki pieniężnej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych.

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)</b>	3,7	0,9	0,1	1,1	1,6
<b>Ceny żywności (% r/r)</b>	4,3	2,0	-0,7	0,9	2,0
<b>Ceny energii (% r/r)</b>	7,9	-1,5	-0,6	1,5	2,0
<b>Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)</b>	2,2	1,2	0,7	1,0	1,3
<b>PKB (% r/r)</b>	2,0	1,6	3,2	3,0	3,3
<b>Popyt krajowy (% r/r)</b>	-0,1	0,0	3,7	3,3	3,8
<b>Spożycie indywidualne (% r/r)</b>	1,3	0,8	2,6	2,8	3,0
<b>Spożycie zbiorowe (% r/r)</b>	0,2	2,7	2,2	2,3	3,0
<b>Nakłady inwestycyjne (% r/r)</b>	-1,6	-0,2	6,8	4,0	4,6
<b>Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)</b>	2,1	1,5	-0,4	-0,3	-0,5
<b>Eksport (% r/r)</b>	3,9	4,6	4,5	3,9	5,8
<b>Import (% r/r)</b>	-0,7	1,3	5,6	4,6	7,0
<b>Place brutto (% r/r)</b>	3,7	3,4	3,9	4,6	5,1
<b>Liczba pracujących (% r/r)</b>	0,2	-0,2	1,5	0,3	0,4
<b>Stopa bezrobocia (%)</b>	10,1	10,3	9,4	8,9	8,3
<b>NAWRU (%)</b>	9,3	9,3	9,2	9,0	8,5
<b>Stopa aktywności zawodowej (%)</b>	55,9	55,9	56,3	56,4	56,5
<b>Wydajność pracy (% r/r)</b>	1,9	1,7	1,7	2,7	2,8
<b>Jednostkowe koszty pracy (% r/r)</b>	2,7	1,7	2,2	1,9	2,2
<b>Produkt potencjalny (% r/r)</b>	3,1	2,8	2,7	2,8	3,0
<b>Luka popytowa (% PKB potencjalnego)</b>	-0,3	-1,6	-1,1	-0,8	-0,6
<b>Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)</b>	0,96	1,00	0,90	0,78	0,80
<b>Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,00)</b>	0,87	0,81	0,73	0,71	0,73
<b>Poziom cen za granicą (% r/r)</b>	1,3	1,6	1,2	1,2	1,6
<b>PKB za granicą (% r/r)</b>	0,0	0,2	1,1	1,3	1,7
<b>Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)</b>	-1,5	0,9	1,4	0,6	-0,9
<b>WIBOR 3M (%)</b>	4,91	3,03	2,48	2,21	2,21

Źródło: Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. Indeks cen surowców rolnych zbudowany jest w oparciu o notowania cen kontraktów terminowych *futures* na pszenicę, wieprzowinę, odtłuszczone mleko w proszku, masło, cukier, kakao, kawę, zamrożony sok pomarańczowy, ziemniaki oraz rzepak, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce. Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

## 5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie czerwiec – wrzesień 2014 r.

■ Data: 3 września 2014 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 0,5 pkt proc.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** E. Chojna-Duch  
E.J.Osiatyński

**Przeciw:** M. Belka  
A. Bratkowski  
A. Glapiński  
J. Hausner  
A. Kaźmierczak  
A. Rzońca  
A. Zielińska-Głębocka

J. Winiecki był nieobecny na posiedzeniu.

■ Data: 3 września 2014 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc.

**Decyzja RPP:**

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** E. Chojna-Duch  
E.J.Osiatyński  
A. Zielińska-Głębocka

**Przeciw:** M. Belka  
A. Bratkowski  
A. Glapiński  
J. Hausner  
A. Kaźmierczak  
A. Rzońca

J. Winiecki był nieobecny na posiedzeniu.

■ Data: 16 września 2014 r.

**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 5/2014 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2015.

**Wyniki głosowania członków RPP:**

**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

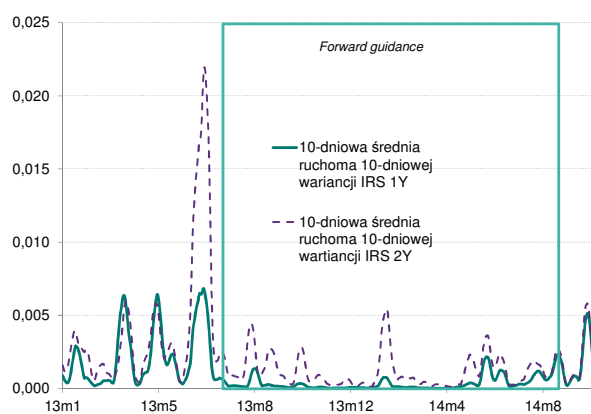
**Przeciw:**

A. Zielińska-Głębocka była nieobecna na posiedzeniu.

## Załącznik: wpływ *forward guidance* na bieżące i oczekiwane stopy procentowe

Od III kw. ub.r. do III kw. br. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) stosowała tzw. *forward guidance*, tj. sygnalizowała otoczeniu, jaką politykę stóp procentowych będzie prowadzić w horyzoncie dłuższym niż do następnego posiedzenia decyzyjnego (por. *Forward guidance – nowe narzędzie komunikacji polityki pieniężnej, Raport o inflacji – listopad 2013*). Po dokonaniu serii obniżek stóp procentowych rozpoczętej w listopadzie 2012 r., na konferencji po posiedzeniu RPP w lipcu ub.r. Prezes NBP zasignalizował, że stopy procentowe NBP pozostaną prawdopodobnie niezmiennie przynajmniej do końca 2013 r. Zapowiedź ta została wprowadzona do komunikatu po kolejnym, tj. wrześniowym posiedzeniu RPP. W czasie obowiązywania *forward guidance* RPP dwukrotnie wydłużyła prawdopodobny okres utrzymywania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie. W listopadzie 2013 r. zasignalizowano w komunikacie, że stopy procentowe NBP pozostaną prawdopodobnie bez zmian co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r., natomiast w marcu przedłużono *forward guidance* na okres co najmniej do końca III kw. br. Celem wprowadzenia *forward guidance* było wzmocnienie konsensusu rynkowego co do utrzymania stóp NBP na niezmiennym poziomie w horyzoncie kolejnych kwartałów.

Wykres Z.1 Wariancja stawek IRS 1Y i IRS 2Y.



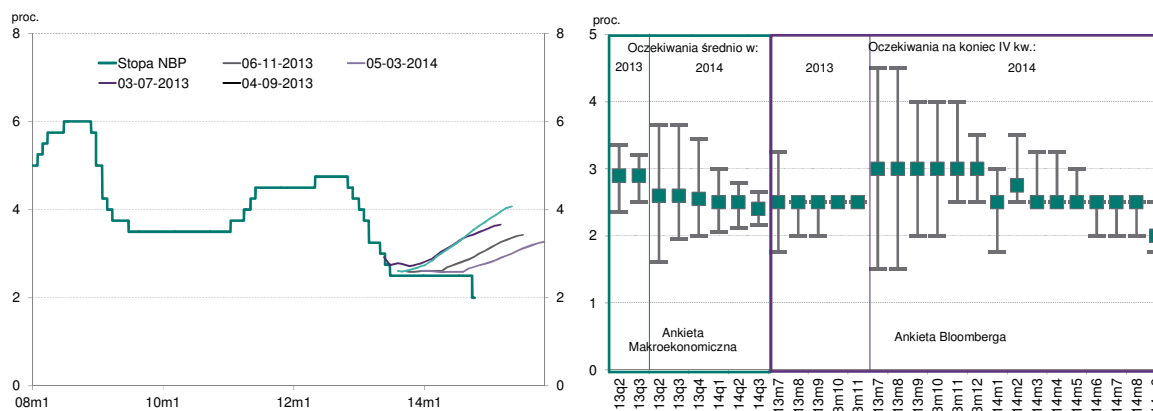
Źródło: Reuters EcoWin, obliczenia własne.

*Forward guidance* zarówno oczekiwana przez ankietowanych analityków, jak i implikowana z kontraktów FRA ścieżka krótkoterminowych stóp procentowych konsekwentnie się obniżała.

Przedstawione wyżej doświadczenia wskazują, że *forward guidance* było przydatnym narzędziem stabilizowania stóp procentowych. Oddziałując w kierunku zmniejszenia niepewności co do kształtowania się stóp procentowych NBP w horyzoncie kolejnych kwartałów, *forward guidance* przyczyniało się do obniżenia zmienności stóp procentowych w krótkim i średnim okresie, co z kolei oddziaływało w kierunku obniżenia stóp procentowych o dłuższych terminach.

Bezpośrednią konsekwencją wprowadzenia *forward guidance* w lipcu 2013 r. było ograniczenie oczekiwań uczestników rynku na dalsze obniżki stóp procentowych w 2013 r. W rezultacie implikowana z kontraktów FRA ścieżka przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych (w horyzoncie dwóch lat) nieznacznie się podwyższyła (Wykres R.4.1), przy istotnym ograniczeniu niepewności co do kształtowania się stopy referencyjnej NBP. Odzwierciedleniem spadku niepewności był spadek dyspersji prognoz stóp procentowych analityków oraz znaczny spadek wariancji stawek IRS 1Y i 2Y (Wykres R.4.2). Po kolejnych komunikatach RPP wydłużających *forward*

**Wykres Z.2** Zmiany ścieżki przyszłych krótkoterminowych stóp procentowych (implikowane z kontraktów FRA, lewy panel) i prognoz ankietowych stopy referencyjnej NBP (według *Ankiety Makroekonomicznej NBP* i ankiet Bloomberg, prawy panel) na poszczególnych etapach *forward guidance* (pkt proc.).



Źródło: Dane NBP i Bloomberg, obliczenia własne.

Uwagi: na prawym panelu dyspersja prognoz ankietowych według Ankiety Makroekonomicznej NBP odnosi się do 90-procentowego przedziału prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji indywidualnych rozkładów, natomiast dyspersja prognoz ankietowych według ankiet Bloomberg przedstawia różnicę pomiędzy prognozą maksymalną i minimalną.

Na skutek pojawienia się danych wskazujących na spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej w Polsce i wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, RPP w III kw. br. nie przedłużała już prawdopodobnego okresu utrzymywania stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie. W efekcie pojawiły się oczekiwania na obniżenie stopy referencyjnej NBP w br. i wzrosła niepewność co do jej kształtowania się w przyszłości. W październiku RPP obniżyła stopę referencyjną o 0,5 pkt proc.



---

[www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)

