

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Listopad 2020 r.

Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* zależy od dostępności danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 26 października 2020 r. oraz szybki szacunek GUS wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w październiku 2020 r. opublikowany 30 października br., a także dane o sytuacji epidemicznej na świecie dostępne do dnia 5 listopada br.

Spis treści

Synteza	5
1. Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą	9
Ramka 1: Sytuacja epidemiczna na świecie w związku z pandemią COVID-19	13
1.2 Ceny dóbr i usług za granicą	14
1.3 Światowe rynki surowców	15
1.4 Polityka pieniężna za granicą	16
Ramka 2: Modyfikacja strategii polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych	18
1.5 Światowe rynki finansowe	22
2. Gospodarka krajowa	25
2.1 Ceny dóbr i usług	25
2.2 Popyt i produkcja	27
2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw	37
2.4 Rynek pracy	38
2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów	40
2.6 Pieniądz i kredyt	44
2.7 Bilans płatniczy	46
3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2020 r.	49
4. Projekcja inflacji i PKB	59
4.1 Synteza	60
4.2 Otoczenie gospodarki polskiej	62
4.3 Gospodarka polska w latach 2020-2022	65
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	76
4.5 Źródła niepewności projekcji	77
5. Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – sierpień 2020 r.	81

Synteza

Pandemia COVID-19 spowodowała silne spadki aktywności gospodarczej w wielu krajach w I połowie br. PKB w gospodarce światowej obniżył się w tym okresie o około 10%. Działania w zakresie polityki gospodarczej, w tym silne poluzowanie polityki fiskalnej i pieniężnej, złagodziły negatywne efekty ekonomiczne pandemii i – ograniczając jej wpływ na poziom bezrobocia i skalę bankructw firm – obniżyły ryzyko utrwalenia się aktywności na niskim poziomie. Wraz ze stopniowym łagodzeniem restrykcji epidemicznych, od maja trwała odbudowa aktywności gospodarczej na świecie, jednak według dostępnych danych aktywność w III kw. br. nie wróciła do poziomu sprzed pandemii, a skala poprawy koniunktury była zróżnicowana pomiędzy krajami i sektorami gospodarki. Od września w wielu krajach ponownie nastąpił wzrost liczby zakażeń i zaostrzenie restrykcji epidemicznych, zwłaszcza w Europie. W konsekwencji wzrosła niepewność co do perspektyw aktywności gospodarczej na świecie.

W warunkach słabszej aktywności gospodarczej niż przed wybuchem pandemii, dynamika cen konsumpcyjnych w gospodarce światowej ustabilizowała się w ostatnich miesiącach na niskim poziomie. Na kształtowanie się inflacji na niskim poziomie wpłynęła w znacznym stopniu stabilizacja światowych cen ropy naftowej zdecydowanie poniżej poziomów z 2019 r. (choć nieco powyżej poziomu z początkowej fazy pandemii), która przełożyła się na ujemną dynamikę cen paliw. W strefie euro w ostatnich miesiącach utrzymywała się deflacja. Z kolei w Stanach Zjednoczonych inflacja była wyraźnie niższa niż na początku roku, jednak – po gwałtownym spadku niemal do zera w początkowej fazie pandemii – w ostatnich miesiącach wzrosła.

Większość banków centralnych na świecie – po znaczącym poluzowaniu polityki pieniężnej w I połowie br. – w ostatnich miesiącach utrzymywała silnie ekspansywną politykę. Było to związane z niską inflacją, jedynie częściową odbudową aktywności gospodarczej oraz wciąż wysoką niepewnością i nasileniem się epidemii w wielu krajach. Wiele banków centralnych utrzymywało historycznie niskie stopy procentowe oraz kontynuowało skup aktywów. Jednocześnie największe banki centralne w krajach rozwiniętych deklarowały gotowość do dalszego luzowania warunków monetarnych. W tych warunkach uczestnicy rynków finansowych oczekują kształtowania się stóp procentowych wiodących banków centralnych na obecnym lub niższym poziomie w horyzoncie najbliższych lat.

Po zawirowaniach, które nastąpiły na światowych rynkach finansowych w I połowie 2020 r. w związku z wybuchem pandemii COVID-19, w ostatnich miesiącach zmienność na rynkach była zdecydowanie niższa niż w marcu br., ale wyraźnie wyższa niż przed pandemią. Na pewną poprawę nastrojów na rynkach finansowych wpływały m.in. silnie ekspansywna polityka pieniężna banków centralnych oraz realizowane w wielu gospodarkach programy stymulacji fiskalnej. Nasilenie się pandemii we wrześniu i październiku br. – zwiększające niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie – oddziaływało jednak niekorzystnie na nastroje na rynkach finansowych. W warunkach ekspansywnej polityki pieniężnej na świecie rentowności obligacji skarbowych w wielu krajach kształtowały się na najniższych poziomach w historii, w tym w wielu gospodarkach rozwiniętych były ujemne. Z kolei ceny akcji ukształtowały się wyraźnie powyżej poziomu z początkowego etapu pandemii i w pobliżu poziomów z początku roku.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce kształtowała się w ostatnich miesiącach w pobliżu 3,0% (wobec 4,5% w I kw. br.). Dodatkowo na inflację w ostatnich miesiącach oddziaływała przede wszystkim wyższa dynamika cen paliw, a także – choć w mniejszym stopniu – nieco wyższa dynamika cen towarów nieżywnościowych, w tym odzieży i obuwia. Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływał wyraźny spadek dynamiki cen żywności w warunkach relatywnie niskich cen surowców rolnych na świecie.

W Polsce w II kw. br. nastąpiło silne ograniczenie aktywności gospodarczej ze względu na pandemię COVID-19. PKB obniżył się o 8,4% r/r, a największy wkład do tego spadku miało obniżenie się konsumpcji. Spadek konsumpcji dotyczył zarówno towarów, jak i usług i wynikał przede wszystkim z restrykcji epidemicznych, a także wysokiej niepewności i silnego pogorszenia się nastrojów konsumentów w związku z pandemią. Wyraźnie spadły również inwestycje. Obniżenie się inwestycji dotyczyło przede wszystkim przedsiębiorstw, które silnie ograniczyły nakłady inwestycyjne w warunkach niskiego popytu, zamrożenia aktywności gospodarczej w niektórych branżach oraz gwałtownego wzrostu niepewności i obniżenia oczekiwań co do przyszłej aktywności gospodarczej. Natomiast wkład eksportu netto i wydatków rządowych na dobra i usługi do wzrostu PKB w II kw. był dodatni. Dostępne dane za III kw. wskazują na wyraźne odbicie aktywności gospodarczej w tym okresie. Sprzyjało temu znoszenie większości ogólnokrajowych restrykcji epidemicznych (głównie w maju i czerwcu), poprawa nastrojów podmiotów gospodarczych i wsparcie ze strony polityki fiskalnej i pieniężnej – zarówno w kraju, jak i za granicą. Natomiast w październiku – wraz nasileniem się epidemii i ponownym zaostrzeniem restrykcji sanitarnych – pojawiły się sygnały o osłabieniu aktywności gospodarczej w branżach najbardziej wrażliwych na skutki epidemii i restrykcji.

Załamanie aktywności gospodarczej w II kw. br. w związku z epidemią COVID-19 doprowadziło do pogorszenia się sytuacji na rynku pracy, w tym obniżenia się liczby pracujących i zatrudnienia, wzrostu liczby osób biernych zawodowo oraz spowolnienia wzrostu wynagrodzeń. Wpływ pierwszej fali epidemii na rynek pracy był łagodzony przez działania antykryzysowe rządu, co znalazło odzwierciedlenie m.in. w ograniczonym wzroście bezrobocia. Dostępne dane za III kw. br. wskazują na pewną stabilizację sytuacji na rynku pracy w tym okresie. W szczególności stopa bezrobocia rejestrowanego ustabilizowała się w III kw. na poziomie 6,3% (po odsezonowaniu).

Po istotnym poluzowaniu polityki pieniężnej NBP w II kw., w ostatnich miesiącach utrzymano podstawowe parametry polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie. W szczególności stopa referencyjna NBP utrzymywana była na poziomie 0,1%. Jednocześnie NBP nadal prowadził operacje skupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że stopy procentowe NBP pozostaną na poziomie zbliżonym do zera w najbliższych latach.

W tych warunkach rentowności obligacji skarbowych w Polsce ukształtowały się – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie – na najniższym poziomie w historii. Z kolei kurs złotego do głównych walut podlegał w ostatnich miesiącach przejściowym wahaniom, wynikającym głównie z czynników o charakterze globalnym. W październiku br. kurs złotego względem euro był nieco słabszy niż w czerwcu br., a względem dolara – był nieco mocniejszy.

W ostatnich miesiącach dynamika roczna agregatu M3 ustabilizowała się na relatywnie wysokim poziomie po wyraźnym wzroście na początku roku, który wynikał głównie ze zwiększenia się dynamiki depozytów przedsiębiorstw i gotówki w obiegu. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych

obniżyła się pod wpływem m.in. utrzymującej się niepewności i gorszych niż przed pandemią nastrojów konsumentów. Jednocześnie spadła dynamika kredytów dla przedsiębiorstw, co wynikało w dużym stopniu z ograniczenia popytu na kredyt, w tym m.in. dzięki uzyskaniu przez przedsiębiorstwa wsparcia finansowego w ramach rządowych działań antykryzysowych. Obniżonemu popytowi na finansowanie bankowe towarzyszyło pewne zaostrzenie polityki kredytowej banków po wybuchu pandemii.

W II kw. 2020 r. saldo obrotów bieżących w ujęciu sumy czterech kwartałów krocząco zwiększyło się. Największy wpływ na zmianę salda miało znacząco wyższe niż przed rokiem saldo obrotów towarowych, jak również poprawa salda dochodów pierwotnych. Pozostałe wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w II kw. br. również świadczą o dalszej poprawie stopnia zrównoważenia polskiej gospodarki. Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski i poziom zadłużenia zagranicznego w odniesieniu do PKB w II kw. poprawiły się.

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* w okresie lipiec – wrzesień 2020 r. oraz *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w październiku i listopadzie 2020 r. są umieszczone w rozdziale 3. W rozdziale 5 znajdują się wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie maj – sierpień 2020 r. Ponadto w niniejszym Raporcie zamieszczono dwie ramki: „Sytuacja epidemiczna na świecie w związku z pandemią COVID-19” oraz „Modyfikacja strategii polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych”.

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 oraz uwzględniającą dane dostępne do 4 listopada 2020 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4–3,5% w 2020 r. (wobec 2,9–3,6% w projekcji z lipca 2020 r.), 1,8–3,2% w 2021 r. (wobec 0,3–2,2%) oraz 1,6–3,6% w 2022 r. (wobec 0,6–2,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -4,1 – -3,0% w 2020 r. (wobec -7,2 – -4,2% w projekcji z lipca 2020 r.), 0,8–4,5% w 2021 r. (wobec 2,1–6,6%) oraz 3,8–7,8% w 2022 r. (wobec 1,9–6,0%).

1. Otoczenie polskiej gospodarki

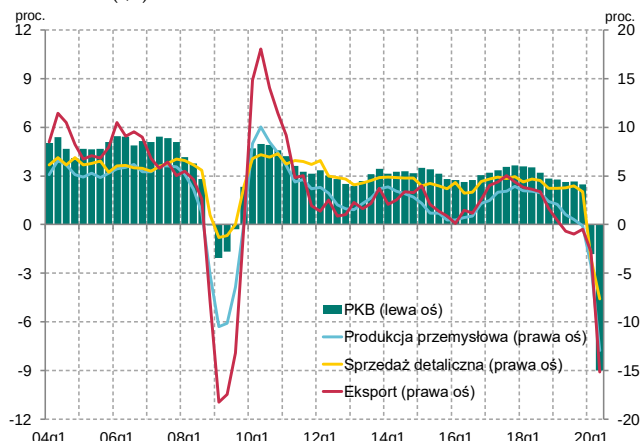
1.1 Aktywność gospodarcza za granicą

Pandemia COVID-19 spowodowała silne spadki aktywności gospodarczej w wielu krajach w I połowie br. (Wykres 1.1). PKB w gospodarce światowej obniżył się w tym okresie o około 10%, a wartość światowego eksportu o ponad 15%^{1,2}. Działania w zakresie polityki gospodarczej, w tym silne poluzowanie polityki fiskalnej i pieniężnej, złagodziły wpływ załamania produkcji na poziom bezrobocia i skalę bankructw firm w wielu państwach.

Wraz ze stopniowym łagodzeniem restrykcji epidemicznych, od maja trwała odbudowa aktywności gospodarczej na świecie, jednak według dostępnych danych aktywność w III kw. br. nie wróciła do poziomu sprzed pandemii, a skala poprawy koniunktury była zróżnicowana pomiędzy krajami i sektorami gospodarki. Od września w wielu krajach ponownie nastąpił wzrost liczby zachorowań na COVID-19 i zaostrzenie restrykcji sanitarnych, zwłaszcza w Europie (por. Ramka 1: *Sytuacja epidemiczna na świecie w związku z pandemią COVID-19*). W konsekwencji wzrosła niepewność co do perspektyw aktywności gospodarczej na świecie.

PKB w strefie euro obniżył się w II kw. br. o 14,8% r/r (po spadku o 3,3% r/r w I kw. br.; Wykres 1.2), przy silnym zróżnicowaniu wpływu pandemii na aktywność gospodarczą w poszczególnych krajach członkowskich³. Inwestycje i eksport były

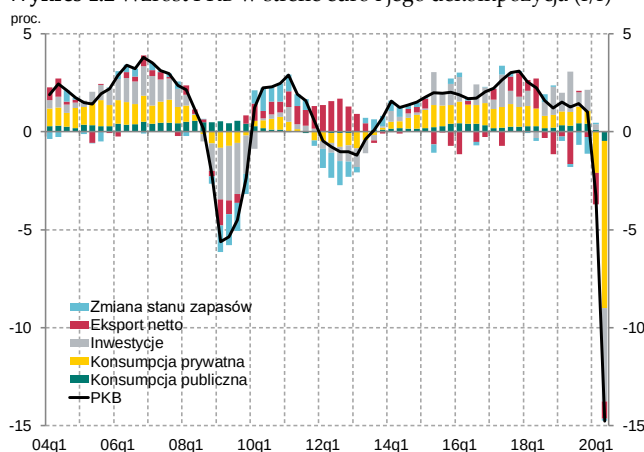
Wykres 1.1 Wzrost PKB i wskaźniki aktywności gospodarczej na świecie (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, Centraal Planbureau, Eurostat i MFW, obliczenia NBP.

PKB, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna – średnia roczna dynamika w gospodarkach stanowiących 80% światowego PKB w 2017 r., ważona PKB. Eksport – dynamika światowego eksportu towarów według danych Centraal Planbureau. Uwaga: ze względu na ograniczoną dostępność danych z niektórych krajów w okresie pandemii, zbiory gospodarek użytych do obliczenia poszczególnych szeregów nieznacznie się różnią.

Wykres 1.2 Wzrost PKB w strefie euro i jego dekompozycja (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

¹ Spadek PKB i światowego eksportu podany dla okresu od IV kw. 2019 r. do II kw. 2020 r., po usunięciu czynników sezonowych.

² Dostępne dane wskazują, że w kolejnych miesiącach wymiana handlowa została częściowo odbudowana, ale wartość eksportu większości gospodarek poza Chinami w sierpniu była nadal wyraźnie niższa niż bezpośrednio przed pandemią.

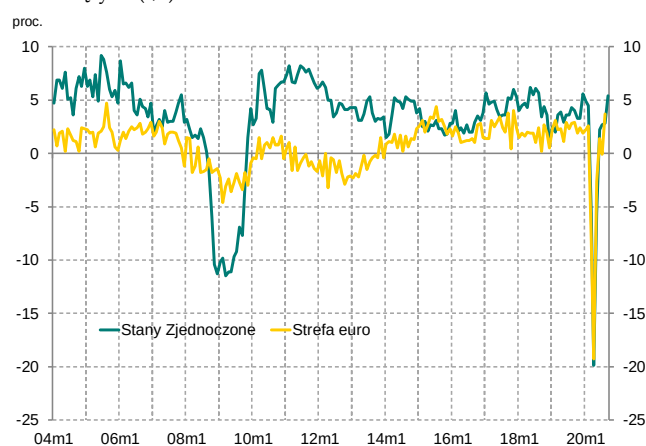
³ Dynamika PKB w II kw. br. wyniosła od -3,7% r/r w Irlandii do -21,5% r/r w Hiszpanii.

o ponad 20% niższe niż przed rokiem. O 16% r/r zmniejszyła się konsumpcja gospodarstw domowych⁴. Dzięki wykorzystaniu na szeroką skalę programów wsparcia zatrudnienia, spadek liczby pracujących w II kw. br. był umiarkowany. Po złagodzeniu restrykcji sanitarnych od maja, aktywność gospodarcza zaczęła się odbudowywać. Relatywnie szybko do poziomów sprzed roku wróciła sprzedaż detaliczna (Wykres 1.3). Natomiast aktywność w przemyśle, a także w usługach najbardziej wrażliwych na negatywne skutki pandemii – pomimo istotnej odbudowy – w sierpniu pozostawała niższa niż rok wcześniej (Wykres 1.4). Nasilenie się wzrostu zachorowań na COVID-19 w ostatnich miesiącach spowodowało ponowne zaostrzenie reżimu sanitarnego w krajach strefy euro i doprowadziło do ponownego pogorszenia nastrojów w sektorze usług, nie wpływając jednak jak dotychczas negatywnie na nastroje w sektorze przemysłowym.

PKB w Niemczech w II kw. br. obniżył się o 11,3% r/r (wobec spadku o 2,2% r/r w I kw.). Eksport Niemiec spadł w podobnej skali, jak w innych krajach strefy euro. Natomiast spadek inwestycji oraz konsumpcji gospodarstw domowych był płytszy niż w większości pozostałych krajów strefy euro. Stopa bezrobocia – po wcześniejszym wzroście – ustabilizowała się we wrześniu, przy czym wysoki odsetek pracowników nadal objęty był programem skróconego czasu pracy. Natomiast produkcja przemysłowa – pomimo pewnej odbudowy po pierwszej fali epidemii – w sierpniu br. pozostawała wyraźnie niższa niż rok wcześniej (dynamika produkcji przemysłowej wyniosła -11,2% r/r).

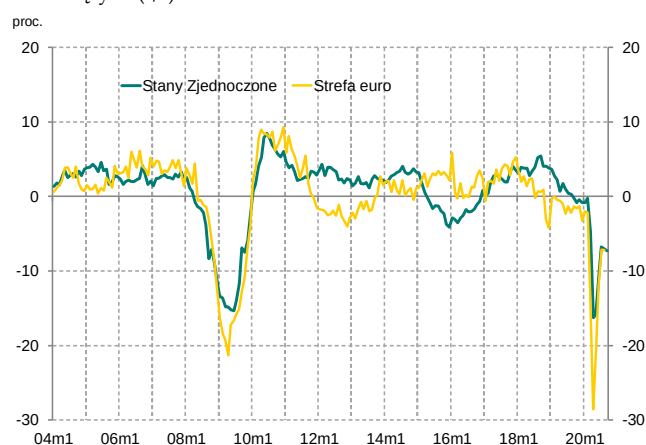
Pandemia COVID-19 spowodowała silny spadek PKB także w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W większości z nich przekroczył on 10% r/r w II kw. br. (Wykres 1.5). Skalę spadku

Wykres 1.3 Sprzedaż detaliczna w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.4 Produkcja przemysłowa w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

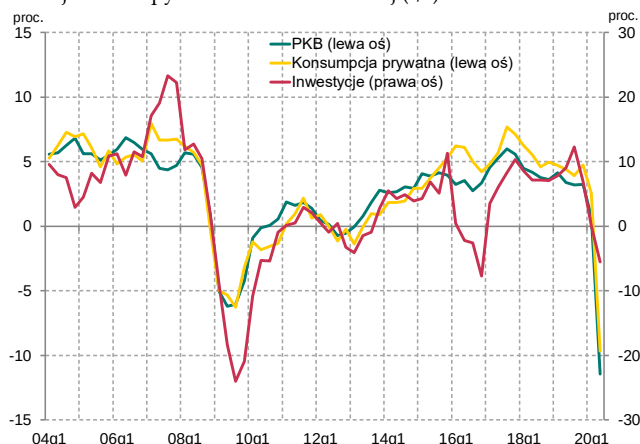
⁴ Od strony tworzenia PKB, najsilniejszy, blisko 20-procentowy spadek zanotowano w przetwórstwie przemysłowym, podczas gdy wartość dodana brutto w budownictwie obniżyła się o 14,9% r/r, a w usługach o 13,9% r/r.

ograniczyło utrzymanie dynamiki inwestycji publicznych na relatywnie wysokim poziomie m.in. w związku z wykorzystaniem funduszy strukturalnych UE, a także niższa w II kw. br. skala zachorowań na COVID-19 i związanych z nimi restrykcji w porównaniu z państwami najbardziej dotkniętymi epidemią. Dzięki złagodzeniu restrykcji sanitarnych po pierwszej fali pandemii oraz wznowieniu produkcji w regionalnych sieciach (m.in. w sektorze samochodowym) od maja miała miejsce wyraźna, choć niepełna odbudowa aktywności. W lipcu i sierpniu w głównych krajach regionu sprzedaż detaliczna powróciła do poziomu sprzed roku, lecz produkcja przemysłowa pozostawała niższa niż przed pandemią. Stopa bezrobocia w regionie EŚW wzrosła w ograniczonym stopniu. Ryzyko dla kontynuacji odbudowy aktywności stanowi jednak silny wzrost zachorowań na COVID-19 notowany od września oraz zaostrzenie restrykcji epidemicznych w tych krajach.

PKB w Stanach Zjednoczonych obniżył się w II kw. br. o 9,0% r/r wobec wzrostu o 0,3% r/r w I kw. (Wykres 1.6). Załamanie aktywności gospodarczej w II kw. było związane przede wszystkim z silnym ograniczeniem wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych, zwłaszcza na usługi. W warunkach luzowania restrykcji sanitarnych w części stanów, w III kw. br. nastąpiła pewna poprawa wskaźników gospodarczych, w szczególności sprzedaż detaliczna wzrosła w ujęciu rocznym. Jednak wciąż wysoka skala epidemii COVID-19 działała ograniczająco na aktywność gospodarczą. Roczna dynamika produkcji przemysłowej pozostawała ujemna i we wrześniu spadła w porównaniu z poprzednim miesiącem. Również sytuacja na rynku pracy była nadal wyraźnie gorsza niż przed pandemią⁵.

Skala załamania PKB w Wielkiej Brytanii w II kw. 2020 r. należała do najgłębszych wśród

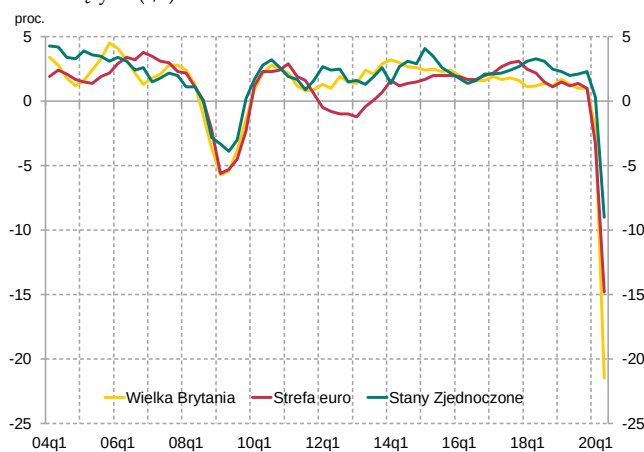
Wykres 1.5 Wzrost gospodarczy i jego wybrane komponenty w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (r/r)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Roczna dynamika łącznej wartości PKB, konsumpcji prywatnej i nakładów brutto na środki trwałe krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej należących do Unii Europejskiej, ale niebędących członkami strefy euro (z wyłączeniem Polski): Bułgarii, Czech, Chorwacji, Węgier oraz Rumunii, ważona PKB.

Wykres 1.6 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

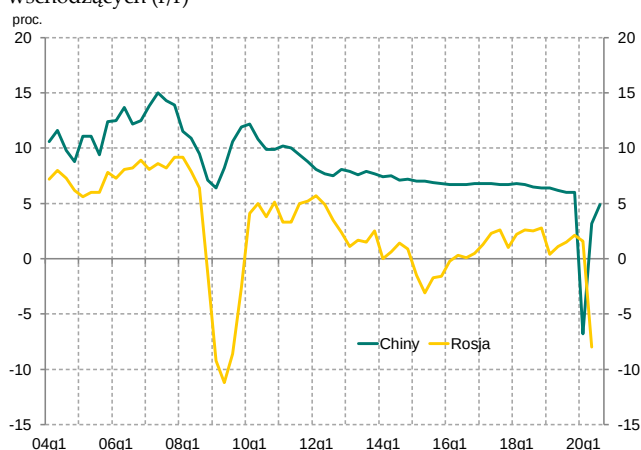
⁵ We wrześniu br. stopa bezrobocia obniżyła się do 7,9%, wobec 14,7% w kwietniu br. i 3,5% w lutym br. Jednocześnie przyrost nowych miejsc pracy w sektorze pozarolniczym w okresie od maja br. do września br. stanowił jedynie 52% liczby miejsc pracy zlikwidowanych w okresie marzec-kwiecień br.

gospodarek rozwiniętych (spadek PKB o 21,5% r/r wobec spadku o 2,1% r/r w I kw.) w warunkach relatywnie długotrwałego utrzymywania restrykcji sanitarnych w tym okresie. Od maja br. aktywność gospodarcza sukcesywnie rosła, lecz w sierpniu br. była nadal o ponad 9% niższa niż przed rokiem. Niekorzystnie na perspektywy koniunktury wpływa ponowne pogorszenie się sytuacji epidemicznej i zaostrzanie reżimu sanitarnego we wrześniu i październiku br.

W Chinach, gdzie według dostępnych danych rozwój epidemii został wyhamowany, a restrykcje sanitarne zostały w większości wycofane jeszcze przed końcem I kw. br., PKB wzrósł w III kw. br. o 4,9% r/r po wzroście w II kw. br. o 3,2% r/r i spadku o 6,8% r/r w I kw. br. (Wykres 1.7). Odbudowa aktywności gospodarczej była wspierana przez wzrost inwestycji, w tym głównie państwowych i w nieruchomości, a także ożywienie eksportu. W sierpniu i wrześniu wzrosła również dynamika roczna sprzedaży detalicznej i po raz pierwszy od początku epidemii była dodatnia.

W pozostałych głównych gospodarkach wschodzących okres gwałtownego wzrostu zakażeń przypadł na II kw. br., co znalazło odzwierciedlenie w znacznej skali spadku PKB (od -8,0% r/r w Rosji do -23,9% r/r w Indiach). W III kw. br. nastąpiła poprawa niektórych wskaźników aktywności w tych krajach, czemu sprzyjała odbudowa popytu w Chinach i głównych gospodarkach rozwiniętych oraz poluzowanie restrykcji sanitarnych, lecz trwałość odbicia była zagrożona trudną sytuacją epidemiczną (utrzymywanie się wysokiej liczby zakażeń m.in. w Indiach i Brazylii, istotny wzrost zachorowań w Rosji).

Wykres 1.7 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach wschodzących (r/r)

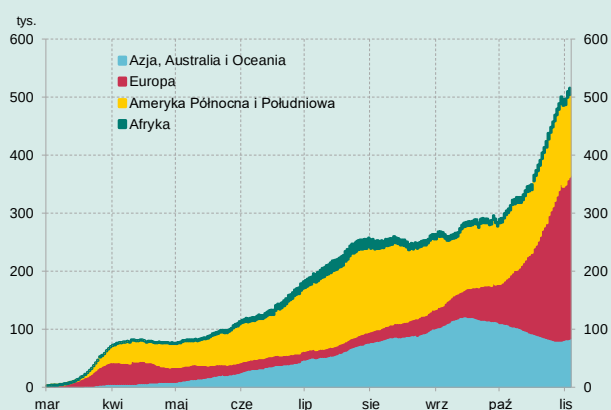


Źródło: dane Bloomberg.

Ramka 1: Sytuacja epidemiczna na świecie w związku z pandemią COVID-19⁶

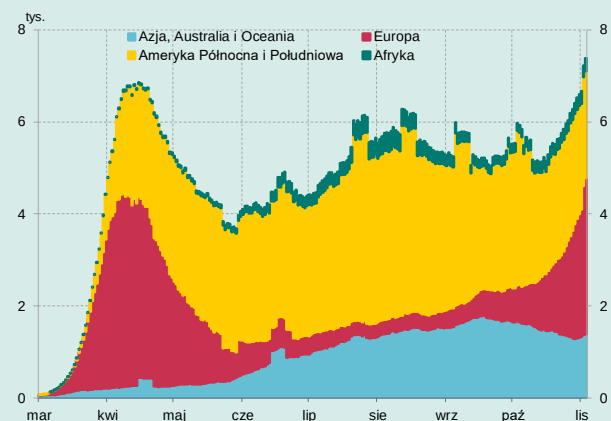
Od września dobowy przyrost zakażeń wirusem SARS-CoV-2 na świecie przyspieszył i na początku listopada wyraźnie przekraczał 500 tys., czyli był niemal siedem razy większy niż w kwietniu br. (Wykres R.1.1)⁷. W szczególności epidemia ponownie nasiliła się w Europie, gdzie dobową liczbę diagnozowanych zakażeń na początku listopada sięgała niemal 300 tys. Wysokie wzrosty zakażeń od września wystąpiły w wielu krajach zarówno Europy Zachodniej, jak i Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW), gdzie skala epidemii w marcu i kwietniu br. była relatywnie mniejsza. Występowało przy tym wyraźne zróżnicowanie liczby zakażeń w odniesieniu do populacji pomiędzy krajami (Wykres R.1.2).

Wykres R.1.1 Dzienna liczba zdiagnozowanych zakażeń wirusem SARS-CoV-2 na świecie w 2020 r. (średnia 7-dniowa)



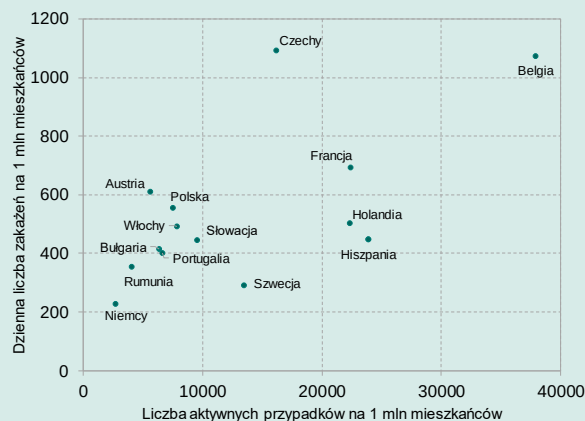
Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering (CSSE) at Johns Hopkins University (JHU), obliczenia NBP.

Wykres R.1.3 Dzienna liczba zgonów osób chorych na COVID-19 na świecie w 2020 r. (średnia 7-dniowa)



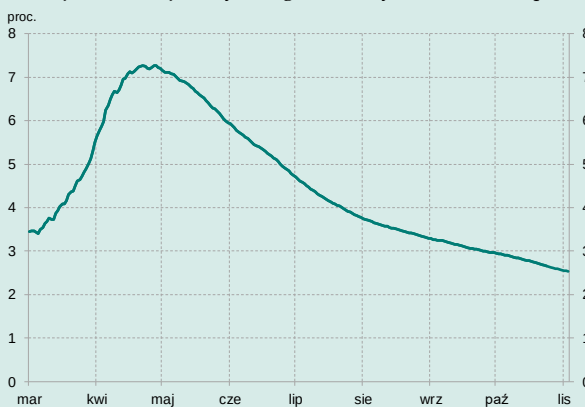
Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering (CSSE) at Johns Hopkins University (JHU), obliczenia NBP.

Wykres R.1.2 Liczba aktywnych przypadków oraz dzienna liczba zakażeń wirusem SARS-CoV-2 w wybranych krajach UE (stan na 5.11.2020, średnia 7-dniowa)



Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering (CSSE) at Johns Hopkins University (JHU), obliczenia NBP.

Wykres R.1.4 Łączna liczba zgonów powiązanych z COVID-19 w relacji do łącznej liczby zdiagnozowanych zakażeń (w proc.)



Źródło: dane Center for Systems Science and Engineering (CSSE) at Johns Hopkins University (JHU), obliczenia NBP.

Szybszemu wzrostowi dobowej liczby zakażeń towarzyszyło przyspieszenie przyrostu liczby zgonów osób, u których stwierdzono zakażenie. Na początku listopada dobową liczbę zgonów na świecie przekroczyła poziom

⁶ W niniejszej ramce przedstawiono opis sytuacji epidemicznej według danych dostępnych do 5 listopada br.

⁷ Na świecie odnotowano dotychczas ponad 49 mln zdiagnozowanych zakażeń wirusem SARS-CoV-2. Ponad 1,2 mln osób ze stwierdzonym zakażeniem tym wirusem zmarło. Liczba zakażeń i powiązanych z nimi zgonów szybko się zmieniają, a na statystykę liczby zakażeń wpływa także rosnąca liczba wykonywanych testów.

z pierwszej fazy pandemii, przy czym w ostatnich tygodniach szczególnie silnie wzrosła liczba zgonów w Europie (Wykres R.1.3). Mimo to relacja całkowitej liczby zgonów powiązanych z COVID-19 do łącznej liczby zdiagnozowanych zakażeń na początku listopada wynosiła poniżej 3%, czyli mniej niż w początkowej fazie pandemii (na przełomie kwietnia i maja przekraczała 7%; Wykres R.1.4)⁸.

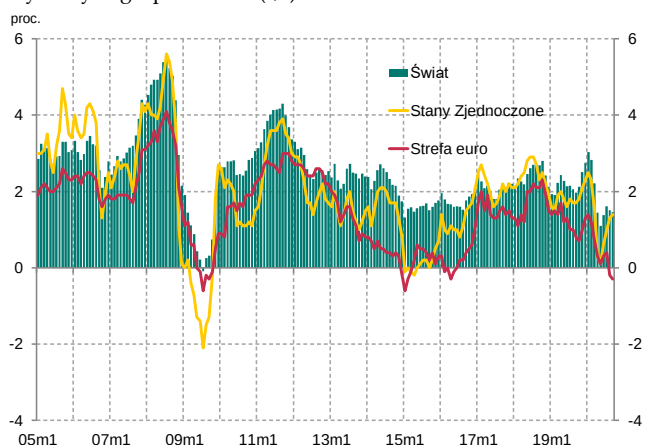
Na początku roku (przede wszystkim w lutym, marcu i kwietniu br.) w celu ograniczania rozwoju epidemii, wiele krajów świata wprowadziło restrykcje sanitarne dotyczące życia społecznego i gospodarczego. W kolejnych miesiącach większość krajów, zwłaszcza w Europie, stopniowo zmniejszała skalę tych restrykcji. W reakcji na wzrost liczby zakażeń obserwowany od września, w wielu krajach europejskich restrykcje epidemiczne zostały ponownie zaostrzone.

1.2 Ceny dóbr i usług za granicą

W warunkach słabszej aktywności gospodarczej niż przed wybuchem pandemii, w ostatnich miesiącach dynamika cen konsumpcyjnych w gospodarce światowej ustabilizowała się na niskim poziomie (Wykres 1.8). Było to w znacznym stopniu efektem stabilizacji światowych cen ropy naftowej zdecydowanie poniżej poziomów z 2019 r. (choć nieco powyżej poziomu z początkowej fazy pandemii; por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*), która przełożyła się na ujemną dynamikę cen paliw. W strefie euro w ostatnich miesiącach utrzymywała się deflacja. Z kolei w Stanach Zjednoczonych inflacja jest wyraźnie niższa niż na początku roku, jednak – po gwałtownym spadku niemal do zera w początkowej fazie pandemii – w ostatnich miesiącach wzrosła.

W strefie euro roczny wskaźnik HICP wyniósł we wrześniu br. -0,3% r/r. Wyraźnie obniżyła się również inflacja bazowa (do 0,4% r/r; Wykres 1.9). W kierunku obniżenia się dynamiki cen konsumpcyjnych w strefie euro w ostatnich miesiącach oddziaływał spadek cen usług związanych z turystyką i transportem oraz obniżenie dynamiki cen żywności, a także tymczasowe obniżki stawek VAT w Niemczech.

Wykres 1.8 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych na świecie i w wybranych gospodarkach (r/r)



Źródło: dane Bloomberg, MFW, obliczenia NBP.

Świat – średnia inflacja cen konsumpcyjnych w gospodarkach stanowiących ponad 80% światowego PKB, ważona PKB (z 2017 r.). Stany Zjednoczone – roczna inflacja CPI. Strefa euro – roczna inflacja HICP.

⁸ Na spadek współczynnika śmiertelności na świecie mogły wpłynąć zarówno czynniki statystyczne (takie jak m.in. wzrost udziału krajów o młodszej strukturze demograficznej w ogóle zakażeń czy zwiększenie liczby przeprowadzanych testów i diagnozowania osób zakażonych bezobjawowo), jak i medyczne (takie jak m.in. prawdopodobnie lepsze przygotowanie i wyższa wydolność systemu ochrony zdrowia czy potencjalnie bardziej skuteczne metody leczenia).

Inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej spoza strefy euro w ostatnich miesiącach ustabilizowała się na poziomie niższym niż na początku roku (Wykres 1.10). W kierunku spadku inflacji w ostatnich miesiącach oddziaływało osłabienie dynamiki cen żywności. Z kolei wskaźniki inflacji bazowej w części krajów regionu nieznacznie wzrosły.

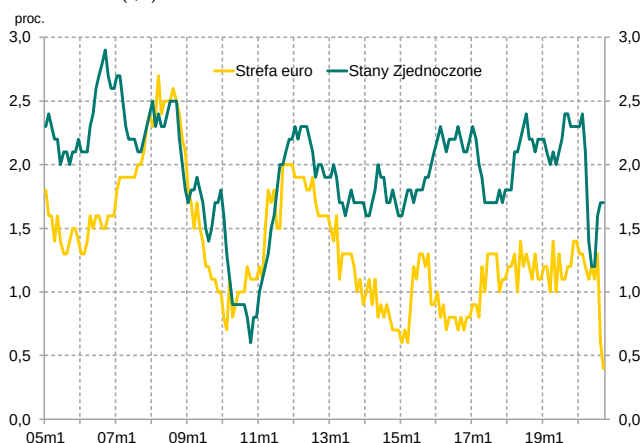
Po głębokim spadku w początkowej fazie pandemii głównie na skutek spadku cen energii, inflacja CPI w Stanach Zjednoczonych utrzymuje się na wyraźnie niższym poziomie niż na początku roku pomimo pewnego wzrostu w ostatnich miesiącach (1,4% we wrześniu br., wobec 0,1% r/r w maju br. i 2,5% r/r w styczniu br.). Choć roczna dynamika cen energii pozostawała ujemna, w ostatnich miesiącach stopniowo rosła, co oddziaływało w kierunku wzrostu inflacji CPI. Do wzrostu inflacji przyczyniło się także częściowe odbicie cen towarów i usług najsilniej dotkniętych spadkiem popytu w początkowej fazie pandemii (m.in. nowe i używane samochody), choć w wielu z tych kategorii ceny we wrześniu były nadal niższe niż przed rokiem (np. odzież, usługi transportowe).

1.3 Światowe rynki surowców

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* ceny ropy naftowej i surowców rolnych ustabilizowały się na niskim poziomie. Przyczynił się do tego głównie globalny spadek popytu na surowce wskutek osłabionej aktywności gospodarczej na świecie, w związku z pandemią COVID-19.

Od czerwca br. ceny ropy naftowej ustabilizowały się na poziomie o około 30% niższym niż rok wcześniej, choć powyżej poziomu z początkowej fazy pandemii (Wykres 1.11). Poza obniżonym popytem związanym z globalnym osłabieniem aktywności gospodarczej, ograniczającą na ceny ropy oddziaływała również wysoka niepewność co do dalszego rozwoju pandemii i perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego. W przeciwnym kierunku oddziaływało natomiast

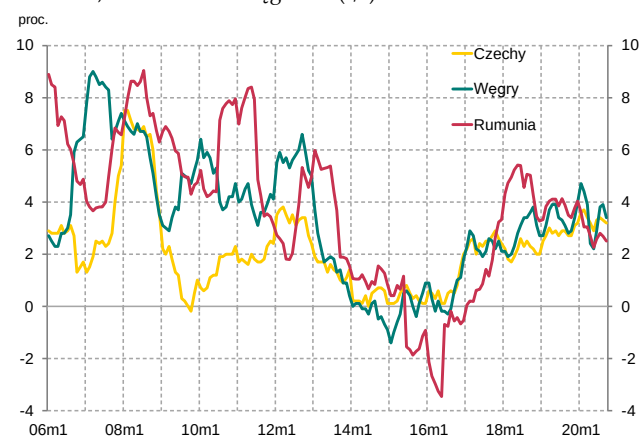
Wykres 1.9 Wskaźniki inflacji bazowej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro (r/r)



Źródło: dane Eurostat, Bloomberg.

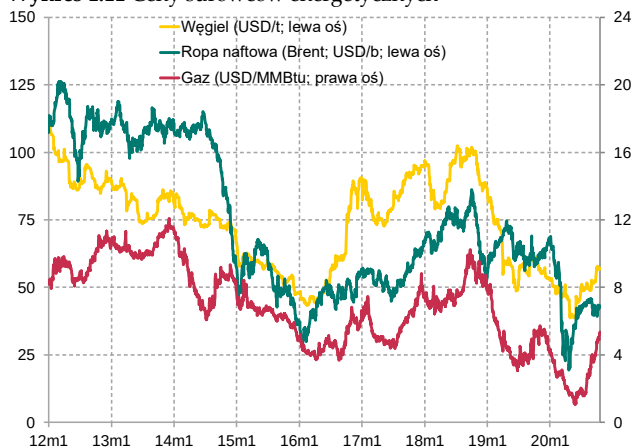
Stany Zjednoczone – inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii. Strefa euro – inflacja HICP po wyłączeniu cen energii i żywności nieprzetworzonej.

Wykres 1.10 Wskaźniki inflacji cen konsumpcyjnych (CPI) w Czechach, Rumunii i na Węgrzech (r/r)



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.11 Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

USD/b – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za baryłkę ropy. USD/t – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za tonę. USD/MMBtu – cena wyrażona w dolarach amerykańskich za milion tzw. brytyjskich jednostek ciepła, tj. jednostek wyrażających ilość energii potrzebną do podniesienia temperatury jednego funta (około 0,45 kg) wody o jeden stopień Fahrenheita (nieco więcej niż pół stopnia Celsjusza).

utrzymywanie przez państwa OPEC+ ograniczeń produkcji, a także zmniejszenie wydobycia przez przedsiębiorstwa z innych krajów produkujących ropę.

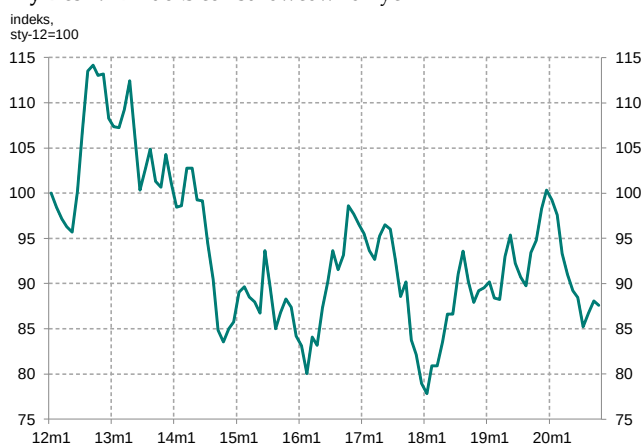
Z kolei światowe ceny gazu i – w mniejszym stopniu – węgla w ostatnim okresie wzrosły po wcześniejszym wyraźnym spadku. W rezultacie pod koniec października br. kształtowały się w pobliżu poziomów sprzed roku, lecz nadal wyraźnie poniżej wieloletniej średniej. Na wzrost cen gazu, oprócz czynników sezonowych, wpłynęła odbudowa popytu w Azji przede wszystkim w następstwie poprawy sytuacji gospodarczej w Chinach (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Ograniczająco na ceny tych surowców oddziałował natomiast relatywnie niski popyt na energię w pozostałych regionach w związku z osłabioną aktywnością gospodarczą.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny surowców rolnych kształtowały się na relatywnie niskim poziomie (Wykres 1.12). Wynikało to z ograniczenia konsumpcji prywatnej w wielu gospodarkach, jak i istotnego spadku popytu sektora „zakwaterowanie i gastronomia” (w związku z pandemią COVID-19), a także utrzymywania się wysokiej produkcji i zapasów produktów rolnych. W tym samym kierunku od początku września br. oddziałował również spadek cen wieprzowiny w Europie w następstwie wprowadzenia zakazu importu tego gatunku mięsa do Chin i innych krajów azjatyckich z Niemiec wobec wykrycia w tym kraju pierwszych przypadków afrykańskiego pomoru świń (ASF) wśród dzików.

1.4 Polityka pieniężna za granicą

Większość banków centralnych na świecie – po bardzo wyraźnym poluzowaniu polityki pieniężnej w I połowie br. – w ostatnich miesiącach utrzymywała silnie ekspansywną politykę. Było to związane z niską inflacją, jedynie częściową odbudową aktywności gospodarczej oraz wciąż wysoką niepewnością i nasileniem się epidemii w

Wykres 1.12 Indeks cen surowców rolnych



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

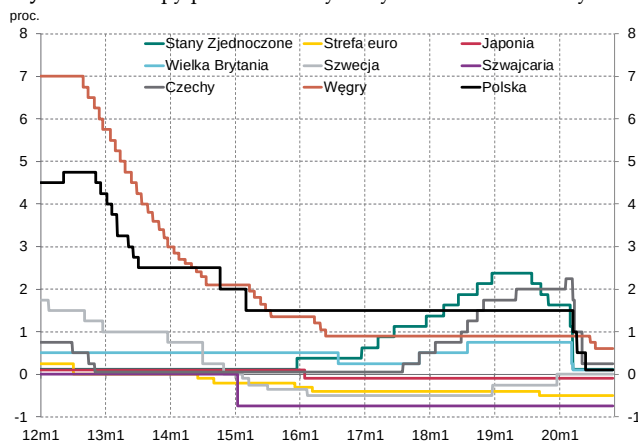
W skład indeksu cen artykułów rolnych wchodzi ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtuszczonego mleka w proszku, masła i zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych.

wielu krajach. Wiele banków centralnych utrzymywało historycznie niskie stopy procentowe oraz kontynuowało skup aktywów (Wykres 1.13, Wykres 1.14, Wykres 1.15). Jednocześnie największe banki centralne w krajach rozwiniętych deklarowały gotowość do dalszego luzowania warunków monetarnych. W tych warunkach notowania instrumentów pochodnych wskazują na oczekiwane przez uczestników rynków finansowych kształtowanie się stóp procentowych wiodących banków centralnych na obecnym lub niższym poziomie w horyzoncie najbliższych lat (Wykres 1.16).

W ostatnich miesiącach Europejski Bank Centralny (EBC) utrzymał depozytową stopę procentową na poziomie -0,50%. Jednocześnie EBC kontynuował pandemiczny program skupu aktywów (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) w deklarowanej kwocie 1 350 mld EUR do czerwca 2021 r. oraz program skupu aktywów (APP) w skali 20 mld EUR miesięcznie⁹ i dodatkowo 120 mld EUR do końca br. Jednocześnie EBC nadal prowadził operacje zasilające sektor bankowy strefy euro w płynność, a także oferował wybranym bankom centralnym spoza strefy euro dostęp do operacji typu swap i repo zasilających w płynność w euro. Dodatkowo w ostatnim okresie EBC w swojej komunikacji podkreślił znaczenie kursu walutowego dla polityki pieniężnej w strefie euro, wskazując, że aprecjacja euro oddziałuje w kierunku niższej inflacji.

Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych (Fed) utrzymała docelowy przedział dla stopy *fed funds* na poziomie 0,00%-0,25%. Jednocześnie Fed kontynuował rozpoczęte w I połowie 2020 r. działania w zakresie luzowania warunków finansowania, w tym nadal prowadził skup

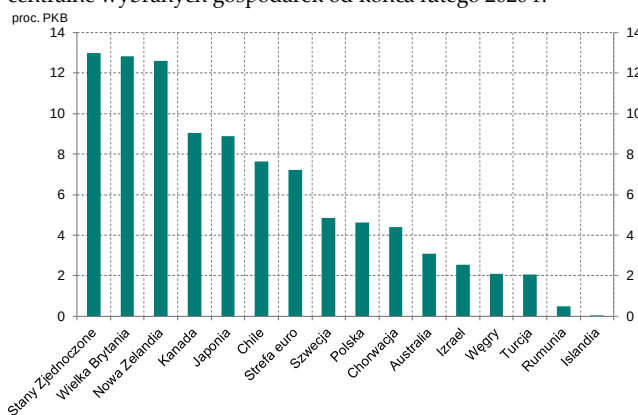
Wykres 1.13 Stopy procentowe wybranych banków centralnych



Źródło: dane Bloomberg.

Stopa procentowa banku centralnego: dla Stanów Zjednoczonych – środek przedziału dla stopy *fed funds*; dla strefy euro – *deposit facility*; dla Japonii – *Complementary Deposit Facility*; dla Szwajcarii – *policy rate*; dla Wielkiej Brytanii – *Bank Rate*; dla Szwecji – stopa repo 1W; dla Czech – stopa repo 2W; dla Węgier – *base rate*; dla Polski – stopa referencyjna.

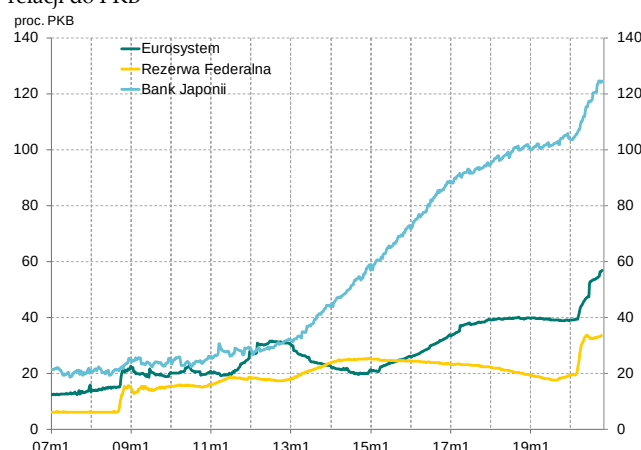
Wykres 1.14 Dotychczasowa skala skupu aktywów przez banki centralne wybranych gospodarek od końca lutego 2020 r.



Źródło: dane banków centralnych, OECD.

Dla Rumunii, Nowej Zelandii, Chile, Izraela i Islandii dane do września, dla pozostałych krajów do października. PKB za 2019 r.

Wykres 1.15 Sumy bilansowe głównych banków centralnych w relacji do PKB



Źródło: dane Bloomberg i OECD, obliczenia NBP.

Dane o PKB kwartalne, annualizowane i odsezonowane. Do obliczeń za 2020 r. zastosowano PKB roczne za 2019 r.

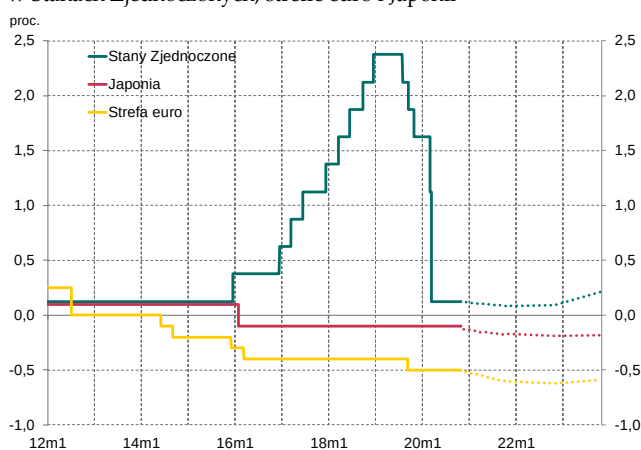
⁹ EBC nie wskazuje ram czasowych programu APP, a deklaruje jedynie, „że miesięczne zakupy netto aktywów w ramach programu APP będą prowadzone tak długo, jak długo będzie to konieczne do wzmocnienia łagodzącego oddziaływania podstawowych stóp procentowych EBC, i że zakończą się krótko przed tym, jak zaczniemy [EBC] podnosić te stopy”.

aktywów finansowych¹⁰. Dodatkowo w ostatnim okresie Fed zasygnalizował, że oczekuje utrzymania obecnego poziomu stóp procentowych do czasu, gdy sytuacja na rynku pracy będzie spójna ze stanem pełnego zatrudnienia oraz inflacja osiągnie 2% i będzie zmierzała do umiarkowanego przekroczenia tego poziomu przez pewien czas. Komunikacja ta jest zgodna z ogłoszoną w sierpniu br. modyfikacją strategii polityki pieniężnej Fed (por. Ramka 2: *Modyfikacja strategii polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych*).

Pozostałe banki centralne głównych gospodarek rozwiniętych w ostatnich miesiącach również zachowały bardzo łagodne nastawienie polityki pieniężnej utrzymując stopy procentowe w pobliżu zera i kontynuując skup aktywów finansowych. Jednocześnie wiele spośród nich (w tym banki centralne w Japonii, Wielkiej Brytanii, Szwecji i Australii) sygnalizowało gotowość do dalszego luzowania swojej polityki.

Także banki centralne głównych gospodarek wschodzących kontynuowały ekspansywną politykę pieniężną. Niektóre spośród nich, w tym banki centralne Rosji, Brazylii, Meksyku i RPA, od poprzedniej edycji *Raportu* dokonały kolejnych obniżek stóp procentowych.

Wykres 1.16 Historyczne i oczekiwane stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Japonii



Źródło: dane Bloomberg.

Stopy procentowe: dla Stanów Zjednoczonych - środek przedziału dla stopy fed funds, dla strefy euro - deposit facility, dla Japonii - Complementary Deposit Facility. Oczekiwania rynkowe wyznaczone na podstawie kontraktów fed funds futures i forward dla Stanów Zjednoczonych oraz kontraktów OIS i forward dla strefy euro i Japonii.

Ramka 2: Modyfikacja strategii polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych

W trakcie sympozjum w Jackson Hole 27 sierpnia 2020 r. prezes Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Fed), Jerome Powell, wygłosił przemówienie pt. *New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review*, które było zwieńczeniem trwającego ponad półtora roku przeglądu strategii, narzędzi i komunikacji amerykańskiego banku centralnego¹¹. Tego samego dnia Fed opublikował nową wersję dokumentu *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*¹² stanowiącego opis założeń strategii polityki pieniężnej. Główne zmiany w strategii, jakie ogłosił Fed, to odniesienie celu dotyczącego stabilności cen do średniego poziomu inflacji oraz podkreślenie znaczenia niedoboru zatrudnienia względem jego maksymalnego poziomu, a nie – jak dotychczas – jego odchylenia zarówno w górę, jak i w dół od szacowanego stanu pełnego zatrudnienia.

¹⁰ Od 3 do 30 września 2020 r. wartość pozycji bilansu Fed odpowiadających za programy skupu różnego typu aktywów finansowych wzrosła o 92,7 mld USD, czyli w podobnej skali, jak w lipcu i sierpniu br., choć w wyraźnie mniejszej skali niż w początkowej fazie pandemii.

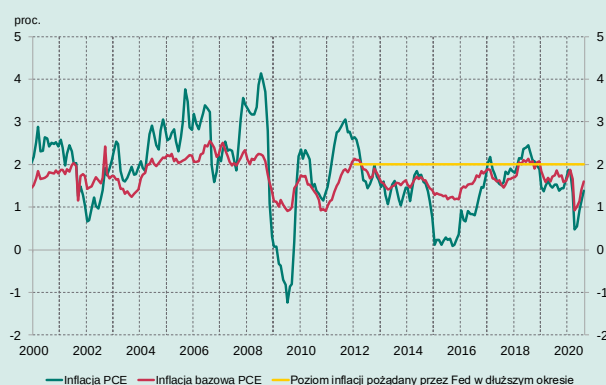
¹¹ Przegląd swojej strategii – od początku 2020 r. – prowadzi również Europejski Bank Centralny (EBC).

¹² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>

Zarys dotychczasowej strategii Fed

Mandat Fed w zakresie polityki pieniężnej jest sformułowany w *Federal Reserve Act* i obejmuje cele w postaci maksymalnego zatrudnienia oraz stabilności cen^{13,14}. Od 2012 r. – kiedy to Fed ogłosił numeryczny docelowy poziom inflacji w dłuższym okresie (ang. *longer-run inflation goal*), określając go jako roczny wskaźnik cen wydatków konsumpcyjnych (ang. *price index for personal consumption expenditures*, PCE) na poziomie 2% – Fed dążył do realizacji swojego mandatu, prowadząc politykę pieniężną *de facto* w oparciu o strategię celu inflacyjnego. Podanie do wiadomości publicznej numerycznego poziomu pożądanej inflacji miało na celu zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych w okolicach 2%, co uznano za spójne z pojęciem długookresowej stabilności cen. Ogłaszając cel dla inflacji, Fed podkreślił równocześnie, że – ze względu na znaczną rolę czynników strukturalnych w kształtowaniu się sytuacji na rynku pracy – nie jest uzasadniona kwantyfikacja celu odnoszącego się do stanu pełnego zatrudnienia. Podejście przyjęte przez Fed było więc, co do zasady, spójne z założeniami strategii celu inflacyjnego w wersji elastycznej (ang. *flexible inflation targeting*), choć Fed do niedawna *explicite* nie nazywał tak swojej strategii.

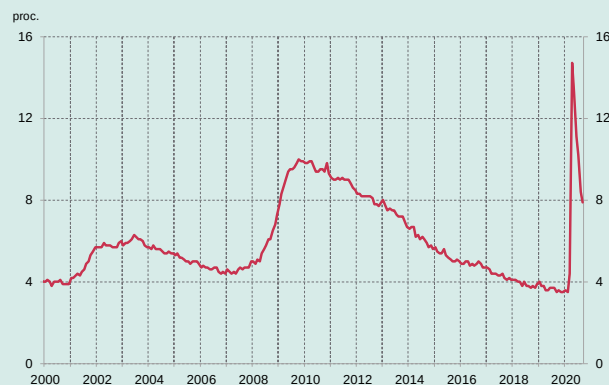
Wykres R.2.1 Inflacja w Stanach Zjednoczonych na tle docelowego poziomu określonego przez Fed (r/r)



Źródło: dane FRED.

Inflacja bazowa PCE – inflacja PCE po wyłączeniu cen żywności i energii.

Wykres R.2.2 Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych



Źródło: dane FRED.

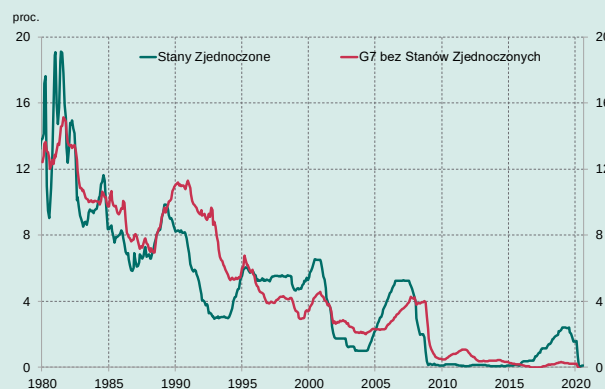
Stopa bezrobocia jest wyliczana przez Departament Pracy Stanów Zjednoczonych na podstawie ankiety Current Population Survey.

Uzasadnienie przeglądu strategii polityki pieniężnej Fed

Rozpoczęty w 2019 r. przegląd strategii był motywowany zmianami, jakie zaszły m.in. w gospodarce amerykańskiej po globalnym kryzysie finansowym z 2008 r. W szczególności, w ostatniej dekadzie inflacja cen konsumpcyjnych w Stanach Zjednoczonych – w tym mierzona wskaźnikiem PCE – przez większość czasu pozostawała poniżej 2% (Wykres R.2.1). Presja inflacyjna pozostawała słaba nawet pomimo wyraźnego spadku stopy bezrobocia, w tym w 2019 r. do najniższego poziomu od około 50 lat (Wykres R.2.2), co wskazywało na osłabienie się odwrotnej zależności między stopą bezrobocia a inflacją – określanej w literaturze jako krzywa Philipsa.

¹³ Sekcja 2A Federal Reserve Act (12 USC 225a): *The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.*

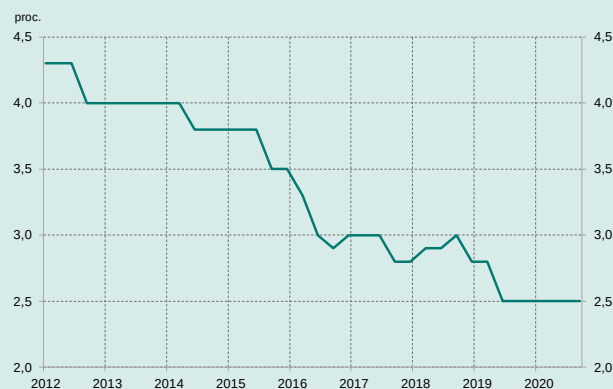
¹⁴ Federal Reserve Act uwzględnia obok dwóch wyżej wymienionych celów, także umiarkowane długoterminowe stopy procentowe. Jednakże Fed zwykle nie odwołuje się do celu dotyczącego długoterminowych stóp procentowych, wskazując, że jest on realizowany, gdy utrzymywana jest stabilność cen (por. <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm>).

Wykres R.2.3 Krótkoterminowe stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych i pozostałych głównych gospodarkach rozwiniętych

Źródło: dane FRED i OECD.

Stany Zjednoczone – efektywna stopa *fed funds*.

G7 bez Stanów Zjednoczonych – średnia arytmetyczna krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym dla Francji, Japonii, Kanady, Niemiec, Wielkiej Brytanii i Włoch.

Wykres R.2.4 Mediana szacunków członków FOMC dotyczących stopy *fed funds* w dłuższym okresie

Źródło: dane FRED.

W Stanach Zjednoczonych – podobnie jak w wielu innych gospodarkach – w ostatnich kilku dekadach obserwowano także wyraźną tendencję spadkową stóp procentowych (Wykres R.2.3). W szczególności po wybuchu światowego kryzysu finansowego, w 2008 r. Fed obniżył przedział dla stopy *fed funds* do zbliżonego do zera poziomu 0,00-0,25%, po czym utrzymywał go na tym poziomie przez 8 lat. Następnie, w warunkach utrwalonej poprawy koniunktury gospodarczej, między 2015 a 2018 r., Fed podniósł przedział dla stopy *fed funds* do 2,25-2,50%, czyli do poziomu znacznie niższego niż maksymalne poziomy z poprzednich okresów ożywienia gospodarczego (Wykres R.2.3)¹⁵. Systematycznie obniżały się także, publikowane od 2012 r., szacunki członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (ang. *Federal Open Market Committee*, FOMC) dotyczące poziomu stopy *fed funds* w dłuższym okresie (Wykres R.2.4)¹⁶. Obniżanie się poziomu stóp procentowych w dłuższym okresie oznaczało wzrost ryzyka osiągnięcia tzw. dolnego efektywnego ograniczenia dla nominalnych stóp procentowych (ang. *effective lower bound*, ELB) i tym samym mniejszą przestrzeń do obniżek stóp procentowych w przypadku recesji¹⁷. Wyzwania wynikające z pandemii COVID-19, w tym znaczący spadek aktywności gospodarczej i zatrudnienia oraz obniżenie się inflacji, potwierdziły aktualność wyzwań, które stanowiły motywację dla rozpoczęcia przeglądu strategicznego¹⁸.

Główne zmiany w strategii Fed

Wynikiem przeglądu jest zmodyfikowana strategia Fed, opisana w najnowszym dokumencie *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*. W dokumencie zachowano odniesienie do mandatu Fed obejmującego dążenie do maksymalnego poziomu zatrudnienia i stabilności cen. Utrzymano również cel inflacyjny na poziomie

¹⁵ Dla porównania w ostatnich kilku okresach ożywienia gospodarczego (według NBER) maksymalny poziom stopy *fed funds* wynosił około: 5,3% w 2007 r., 6,5% w 2000 r. 11,6% w 1984 r. 19,1% w 1981 r.

¹⁶ Na spadek długookresowej stopy procentowej w Stanach Zjednoczonych wskazują również badania m.in. Lubik i Matthes, 2015; Holston et al., 2017; Gerali i Neri, 2018; Johannsen i Mertens, 2018; Brand i Mazelis, 2019.

¹⁷ Jednym ze sposobów podtrzymywania efektywnej transmisji monetarnej w warunkach ELB jest stosowanie niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej, w tym skupu aktywów.

¹⁸ Na podobne wyzwania zwraca również uwagę EBC w trwającym przeglądzie strategicznym. W przemówieniu z 30 września 2020 r. prezes EBC, Ch. Lagarde zwróciła uwagę, że strefa euro również boryka się z wyzwaniami dla polityki pieniężnej wynikającymi z niskiego poziomu inflacji, rozdźwięku pomiędzy gospodarką realną a inflacją (w tym wypłaszczeniem się krzywej Phillipsa), a także z obniżenia się długookresowej stopy procentowej. Wśród kluczowych kwestii, które stanowią przedmiot przeglądu, prezes EBC wymieniła definicję celu inflacyjnego, instrumentarium polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji oraz interakcję pomiędzy polityką pieniężną a fiskalną. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200930~169abb1202.en.html>

2% w dłuższym okresie odnoszący się do rocznego wskaźnika PCE i brak ilościowej definicji maksymalnego zatrudnienia. Poza tym wprowadzono dwie główne modyfikacje (Clarida, 2020; Powell, 2020).

Po pierwsze, Fed odniósł cel inflacyjny do średniego poziomu inflacji, wskazując jednocześnie, że cel ten będzie realizowany w sposób elastyczny (ang. *flexible average inflation targeting*) i nie precyzując długości okresu, do którego ma odnosić się średnia¹⁹. Zgodnie z tym podejściem Fed podkreślił, że po okresach kształtowania się inflacji poniżej 2%, będzie dążył do utrzymywania inflacji umiarkowanie powyżej 2% przez pewien czas.

Po drugie, Fed zadeklarował, że w swoich decyzjach będzie brał pod uwagę niedobór zatrudnienia (ang. *shortfall*) względem jego maksymalnego poziomu, a nie – jak dotychczas – jego odchylenia (ang. *deviations*; tj. zarówno w górę, jak i w dół) od szacowanego stanu pełnego zatrudnienia.

W dokumencie podkreślono także, że nastąpił spadek poziomu długookresowej stopy procentowej i w związku z tym częściej niż w przeszłości polityka pieniężna może być ograniczana przez ELB. W ocenie FOMC w tych warunkach zwiększyło się ryzyko występowania zbyt niskiego zatrudnienia i zbyt niskiej inflacji.

W obliczu wyzwań związanych z niskim poziomem stóp procentowych i trwale zbyt niskim poziomem inflacji, podwyższenie celu jest jednym ze sposobów zmniejszenia problemu dolnego ograniczenia dla stóp procentowych (ELB). Biorąc pod uwagę, że inflacja w ostatniej dekadzie, a w szczególności w ostatnim roku, kształtowała się poniżej 2%, zmianę Fed można interpretować jako *de facto* podniesienie celu inflacyjnego na najbliższe lata do poziomu umiarkowanie powyżej 2%. Jednocześnie nowe rozumienie celu odnoszącego się do maksymalnego zatrudnienia odzwierciedla pogląd, że krzywa Phillipsa uległa wypłaszczeniu oraz że wysokie zatrudnienie, które sprzyja włączeniu społecznemu (ang. *social inclusion*), oznacza, iż niska stopa bezrobocia sama w sobie nie powinna stanowić dla Fed przesłanki do zacieśnienia polityki monetarnej, o ile nie będzie towarzyszyć jej nadmierna presja inflacyjna. Oba te wnioski wydają się spójne z komunikatem FOMC po pierwszym posiedzeniu decyzyjnym po modyfikacji strategii. W komunikacie wskazano bowiem, że wobec inflacji trwale utrzymującej się poniżej celu, FOMC będzie dążył do osiągnięcia inflacji umiarkowanie powyżej 2% przez pewien czas, a także zasygnalizowano, iż oczekuje on utrzymania obecnego poziomu stóp procentowych (0,00-0,25%) do czasu, gdy sytuacja na rynku pracy będzie spójna ze stanem pełnego zatrudnienia oraz inflacja osiągnie 2% i będzie zmierzała do umiarkowanego przekroczenia tego poziomu przez pewien czas²⁰.

Literatura

Brand, C., Mazelis, F. (2019). *Taylor-Rule Consistent Estimates of the Natural Rate of Interest*. ECB Working Paper Series, 2257.

Clarida, R. (2020). *A Federal Reserve's new monetary policy framework : a robust revolution*. Speech of 31.08.2020,

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/clarida20200831a.htm>.

FOMC (2016). *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*. As amended effective 26.01.2016,

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals_20160126.pdf.

FOMC (2020). *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*. As amended effective 27.08.2020,

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm>.

Gerali, A., Neri, S. (2019). *Natural Rates Across the Atlantic*. Journal of Macroeconomics, 62.

¹⁹ Zastosowanie strategii uśrednionego celu podkreśla również symetryczność 2-procentowego celu dla inflacji, co Fed zaznaczył *explicite* po raz pierwszy w 2016 r.

²⁰ Fragmenty komunikatu po posiedzeniu FOMC w dniu 16 września 2020 r.: *With inflation running persistently below this longer-run goal, the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations remain well anchored at 2 percent. (...)*

The Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and expects it will be appropriate to maintain this target range until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time.

Holston, K., Laubach, T., Williams, J. C. (2017). *Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants*. Journal of International Economics, 108, S59-S75.

Johansen, B. K., Mertens, E. (2018). *A Time Series Model of Interest Rates with the Effective Lower Bound*. BIS Working Paper, 715.

Lagarde, Ch. (2020). *The monetary policy strategy review: some preliminary considerations*. Speech of 30.09.2020, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200930~169abb1202.en.html>.

Lubik, T. A., Matthes, C. (2015). *Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches*. Richmond Fed Economic Brief, (Oct), 1-6.

Powell, J. (2020). *New economic challenges and the Fed's monetary policy review*. Speech of 27.08.2020, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm>.

Review of Monetary Policy Strategy, Tools and Communications. Fed website, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications.htm>.

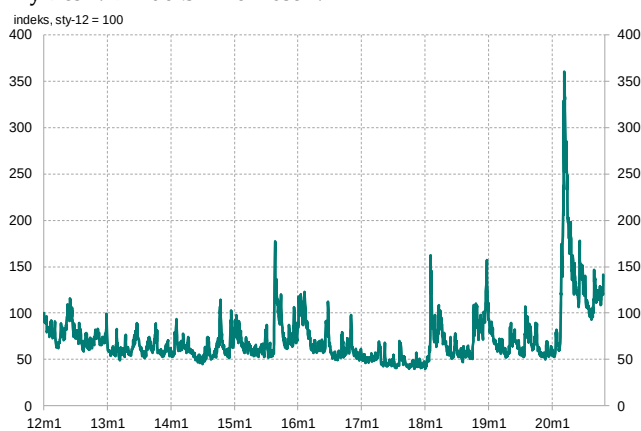
What economic goals does the Federal Reserve seek to achieve through its monetary policy?. Fed website, <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm>.

1.5 Światowe rynki finansowe

Po zawirowaniach, które nastąpiły na światowych rynkach finansowych w I połowie 2020 r. w związku z wybuchem pandemii COVID-19, w ostatnich miesiącach zmienność na rynkach była zdecydowanie niższa niż w marcu br., ale wyraźnie wyższa niż przed pandemią (Wykres 1.17). Na pewną poprawę nastrojów na rynkach finansowych wpływały m.in. silnie ekspansywna polityka pieniężna banków centralnych oraz realizowane w wielu gospodarkach programy stymulacji fiskalnej. Nasilenie się pandemii we wrześniu i październiku br. (por. Ramka 1: *Sytuacja epidemiczna na świecie w związku z pandemią COVID-19*) oraz utrzymująca się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie oddziaływały jednak niekorzystnie na nastroje na rynkach finansowych. W warunkach ekspansywnej polityki pieniężnej na świecie rentowności obligacji skarbowych w wielu krajach kształtowały się na najniższych poziomach w historii, w tym w wielu gospodarkach rozwiniętych były ujemne. Z kolei ceny akcji ukształtowały się wyraźnie powyżej poziomu z początkowego etapu pandemii i w pobliżu poziomów z początku roku.

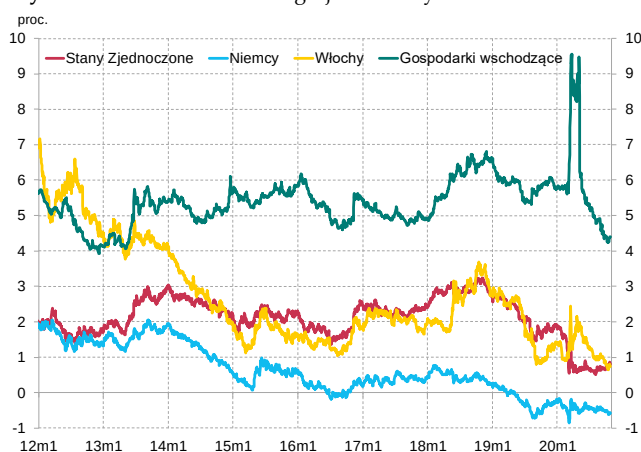
W ostatnich miesiącach rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych ustabilizowały się na najniższym poziomie w

Wykres 1.17 Indeks zmienności VIX



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 1.18 Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Stany Zjednoczone, Niemcy i Włochy – rentowności 10-letnich obligacji; Gospodarki wschodzące – Bloomberg Barclays Emerging Markets Sovereigns.

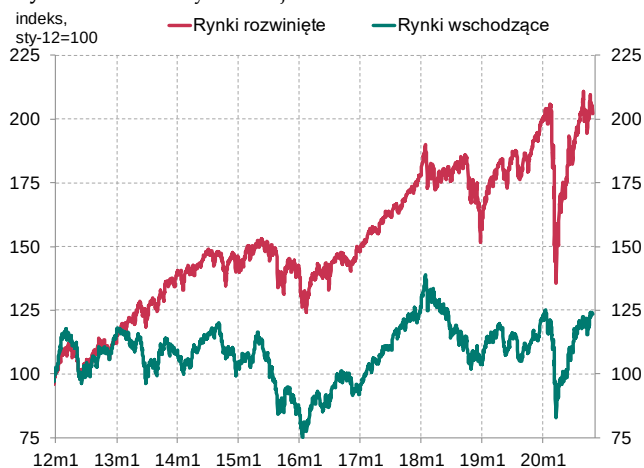
historii (Wykres 1.18)²¹. Sprzyjała temu silnie ekspansywna polityka pieniężna amerykańskiego banku centralnego wraz z sygnałami o kontynuacji tej polityki w nadchodzących latach (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*). W strefie euro rentowności długoterminowych obligacji skarbowych także utrzymywały się na historycznie niskim poziomie i w większości krajów tej strefy były ujemne²². Było to związane z łagodną polityką pieniężną EBC. Jednocześnie zmniejszyły się obawy uczestników rynku o stabilność makroekonomiczną państw strefy euro o niższej wiarygodności kredytowej m.in. pod wpływem wstępnego uzgodnienia przez państwa członkowskie UE nowego instrumentu wsparcia odbudowy europejskich gospodarek (*Next Generation EU*) finansowanego m.in. przez dług zaciągany w imieniu UE przez Komisję Europejską. W efekcie obniżyły się rentowności obligacji tych krajów. Szczególnie silnie spadła rentowność 10-letnich obligacji Włoch.

Jednocześnie średnia rentowność obligacji skarbowych gospodarek wschodzących w ostatnich miesiącach wyraźnie się obniżyła, w wielu krajach osiągając historyczne minimum.

Ceny akcji w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących w lipcu i sierpniu kontynuowały wzrosty względem poziomu z początkowej fazy pandemii, w Stanach Zjednoczonych osiągając przejściowo historyczne maksimum. Jednak we wrześniu i październiku wzrosty indeksów giełdowych zatrzymały się w związku z m.in. pogorszeniem się sytuacji epidemicznej na świecie. W rezultacie ceny akcji ukształtowały się w pobliżu poziomów z początku roku (Wykres 1.19).

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* dolar amerykański osłabił się – zarówno względem

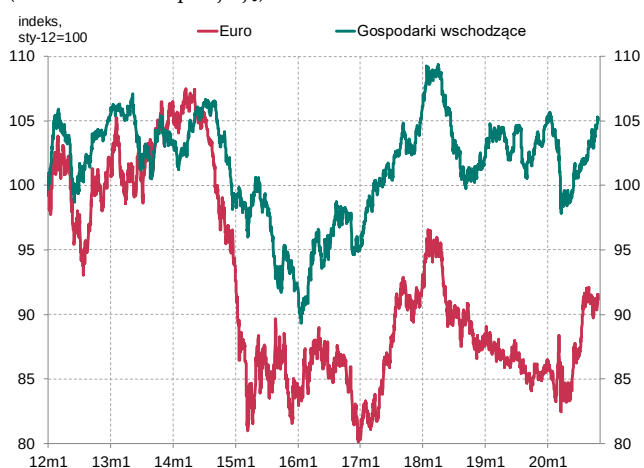
Wykres 1.19 Indeksy cen akcji na świecie



Źródło: dane Bloomberg.

Rynki rozwinięte – MSCI World Equity Index, rynki wschodzące – MSCI Emerging Markets Equity Index.

Wykres 1.20 Kursy walut względem dolara amerykańskiego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Gospodarki wschodzące – MSCI Emerging Market Currency Index.

²¹ W III kw. 2020 r. odnotowano najniższą w historii rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych (około 0,5%), a w październiku br. ich średnia rentowność wyniosła 0,8% i była zbliżona do odnotowanej w czerwcu br.

²² Spośród państw strefy euro w październiku średnie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych były ujemne w Niemczech (gdzie wynosiły około -0,6%), Francji, Holandii, Belgii, Austrii, Finlandii, Irlandii, Luksemburgu, Słowenii, Słowacji i Łotwie.

euro, jak i walut gospodarek wschodzących (Wykres 1.20). Nastąpiło to w warunkach silnie ekspansywnej polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i sygnalizowanego jej utrzymywania w kolejnych latach oraz zapowiedzi, że Fed będzie dążył do utrzymywania inflacji umiarkowanie powyżej 2% przez pewien czas (por. Ramka 2: *Modyfikacja strategii polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych*).

2. Gospodarka krajowa

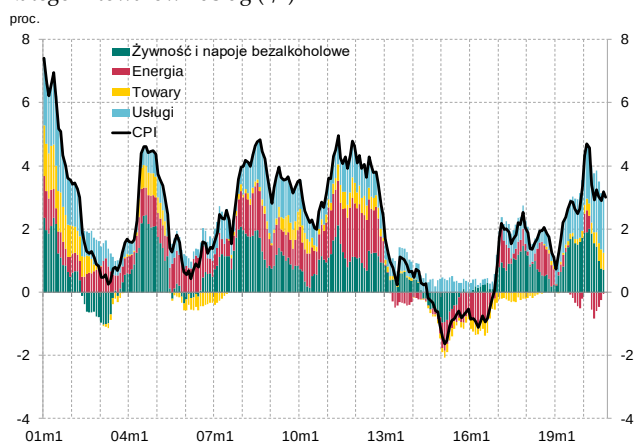
2.1 Ceny dóbr i usług

W ostatnich miesiącach roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce kształtowała się w pobliżu 3,0% (wobec 4,5% w I kw. br.; Wykres 2.1)²³. Dodatkowo na inflację w ostatnich miesiącach oddziaływała przede wszystkim wyższa dynamika cen paliw, a także – choć w mniejszym stopniu – nieco wyższa dynamika cen towarów nieżywnościowych, w tym odzieży i obuwia. Z kolei w przeciwnym kierunku oddziaływał wyraźny spadek dynamiki cen żywności w warunkach relatywnie niskich cen surowców rolnych na świecie (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* roczna dynamika cen energii wzrosła, choć pozostała ujemna i we wrześniu br. wyniosła -0,3% r/r (wobec -5,3% r/r w maju br., Wykres 2.2). Ograniczenie spadku cen energii wynikało głównie z wyhamowania spadku cen paliw w ujęciu rocznym²⁴. Było to związane ze stabilizacją światowych cen ropy naftowej na wyższym poziomie niż w początkowej fazie pandemii, choć nadal zdecydowanie poniżej poziomów z 2019 r. Z kolei w przeciwnym kierunku na roczną dynamikę cen energii oddziaływał spadek opłat za gaz ziemny związany z wprowadzeniem niższych taryf na jego sprzedaż w lipcu br.

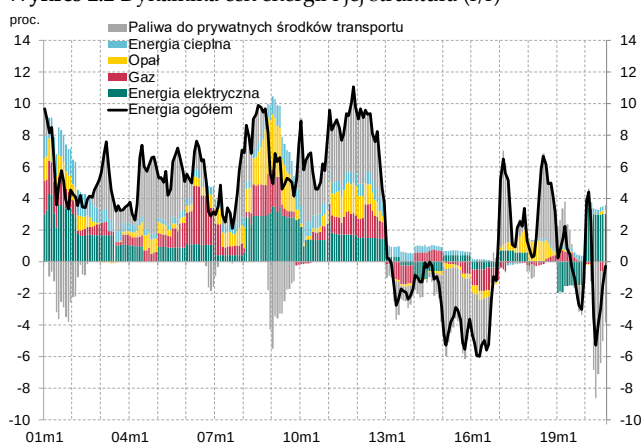
Inflacja cen żywności i napojów bezalkoholowych w Polsce silnie obniżyła się (do 2,8% r/r we wrześniu br. z 6,2% r/r w maju br.). Złożył się na

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



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Dynamika cen energii i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

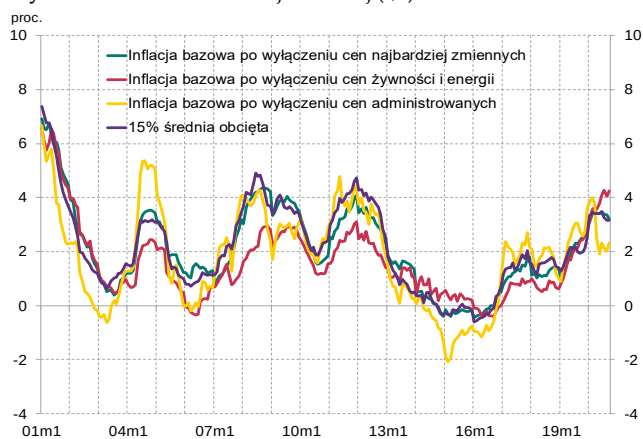
²³ Inflacja CPI wyniosła w sierpniu 2,9% r/r, we wrześniu 3,2% i – według szybkiego szacunku GUS – w październiku br. 3,0% r/r.

²⁴ Dynamika cen paliw do prywatnych środków transportu wyniosła zarówno we wrześniu, jak i – według szybkiego szacunku GUS – w październiku -9,2% r/r wobec -23,4% r/r w maju br.

to przede wszystkim spadek dynamiki cen żywności nieprzetworzonej (do 2,7% r/r we wrześniu z 8,6% r/r w maju br.). Obniżenie się dynamiki cen w ujęciu rocznym wynikało przede wszystkim ze spadku cen warzyw (w związku z niższym popytem sektora gastronomicznego) oraz spowolnienia wzrostu cen mięsa (głównie wędlin oraz mięsa wieprzowego – por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*) i owoców (na skutek wzrostu podaży w bieżącym sezonie gospodarczym oraz statystycznych efektów bazy). Z kolei dynamika cen żywności przetworzonej obniżyła się w nieco mniejszym stopniu (do 2,8% r/r we wrześniu br. z 4,1% r/r w maju br.), przede wszystkim wskutek osłabienia tempa wzrostu cen pieczywa i produktów zbożowych.

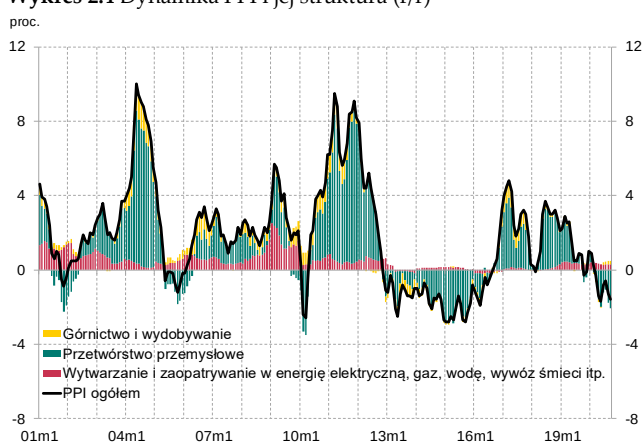
Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii we wrześniu br. wzrosła względem maja o 0,5 pkt proc. i wyniosła 4,3% r/r (Wykres 2.3). W kierunku zwiększenia się tej miary inflacji bazowej oddziaływał wzrost dynamiki cen towarów nieżywnościowych (do 1,7% r/r we wrześniu wobec 1,0% r/r w maju br.), przede wszystkim odzieży i obuwia²⁵ oraz artykułów związanych z rekreacją i kulturą. Jednocześnie dynamika cen usług w wrześniu (7,2% r/r) była zbliżona do dynamiki odnotowanej w maju br. (7,1% r/r). W kierunku wzrostu cen usług w tym okresie oddziaływał przede wszystkim wzrost cen usług w zakresie łączności²⁶, jak również rekreacji i kultury. Natomiast ograniczająco na wskaźnik cen usług wpływał spadek dynamiki cen usług transportowych, w szczególności transportu lotniczego, oraz ubezpieczeń, a także usług świadczonych przez restauracje i hotele. Największy wkład do inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii w ujęciu rocznym miały w dalszym ciągu – odnotowane na początku 2020 r. – wzrosty regulowanych opłat za wywóz śmieci (wkład do inflacji po wyłączeniu cen żywności i

Wykres 2.3 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



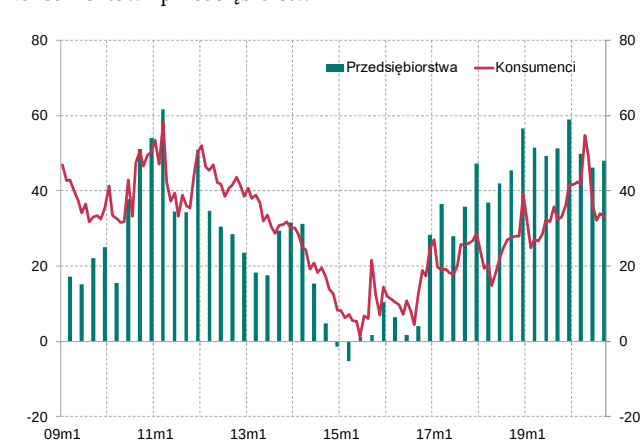
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Dynamika PPI i jej struktura (r/r)



Źródło: dane GUS, Eurostat.

Wykres 2.5 Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw



Źródło: dane GUS i NBP, obliczenia NBP.

Statystyka bilansowa stanowi różnicę między odsetkiem respondentów oczekujących wzrostu cen a odsetkiem respondentów oczekujących braku zmian lub spadku cen (z odpowiednimi wagami). Wzrost statystyki bilansowej jest interpretowany jako przesunięcie opinii ankietowanych w kierunku wyższej dynamiki cen.

²⁵ Dynamika cen w kategorii odzież i obuwie wzrosła do -2,0% r/r we wrześniu z -4,2% r/r w maju br.

²⁶ Wzrost cen usług w zakresie łączności wynikał z istotnej podwyżki opłat za korzystanie z pakietu usług jednego z operatorów.

energii około 0,9 pkt proc. we wrześniu br.) i cen towarów akcyzowych (około 0,5 pkt proc.).

Jednocześnie inflacja po wyłączeniu cen administrowanych, czyli oczyszczona m.in. ze zmian opłat za wywóz śmieci i energię elektryczną, we wrześniu wyniosła 2,3%.

Od marca br. w Polsce utrzymuje się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu (Wykres 2.4). We wrześniu br. dynamika cen producenta wyniosła -1,6% r/r, (wobec -1,7 % r/r w maju br.). Największy wpływ na ujemną dynamikę cen producenta mają niższe niż przed rokiem ceny ropy naftowej na rynku światowym.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* oczekiwania inflacyjne analityków rynkowych w perspektywie czterech kwartałów nieznacznie obniżyły się (według ankiety Refinitiv; Tabela 2.1). Jednocześnie mediana prognoz uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP²⁷ w horyzoncie zarówno czterech, jak i ośmiu kwartałów kształtuje się nieznacznie poniżej 2,5%. Ankietowe opinie konsumentów nie zmieniły się istotnie w ostatnim czasie, z kolei oczekiwania przedsiębiorców przesunęły się nieznacznie w kierunku wyższej inflacji (Wykres 2.5).

2.2 Popyt i produkcja

W II kw. br. nastąpiło silne ograniczenie aktywności gospodarczej ze względu na pandemię COVID-19. PKB obniżył się o 8,4% r/r, a największy wkład do tego spadku miało obniżenie się konsumpcji o 10,8% r/r (Wykres 2.6; Tabela 2.2). Silnie spadły również inwestycje (o 10,7% r/r).

Spadek konsumpcji dotyczył zarówno towarów, jak i usług i wynikał przede wszystkim z restrykcji epidemicznych, a także wysokiej niepewności i silnego pogorszenia się nastrojów konsumentów w związku z pandemią. Z kolei obniżenie się

Tabela 2.1 Oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego i uczestników Ankiety Makroekonomicznej NBP (proc.)

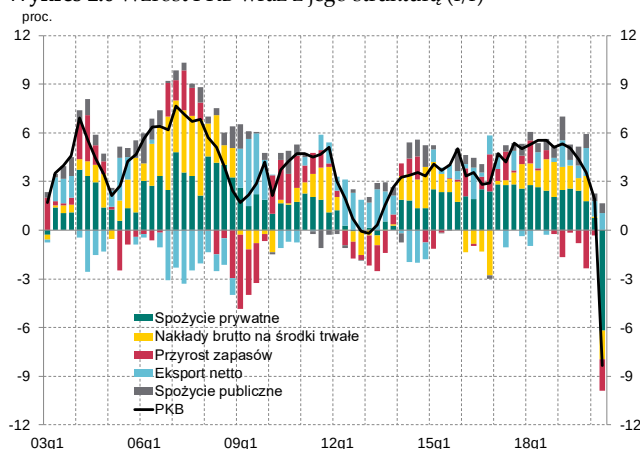
	Ankieta przeprowadzona w:				
	19q3	19q4	20q1	20q2	20q3
Ankieta Refinitiv, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,8	2,8	1,8	1,9	1,8
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 4 kw.	2,8 (2,3-3,2)	3,1 (2,7-3,5)	2,2 (1,4-2,9)	2,3 (1,3-3,3)	2,3 (1,6-2,8)
Ankieta Makroekonomiczna, inflacja oczekiwana za 8 kw.	2,6 (1,9-3,3)	2,8 (2,0-3,2)	2,5 (1,5-3,4)	2,6 (1,6-3,3)	2,4 (1,7-3,2)

Źródło: dane NBP i Refinitiv.

Jako oczekiwania inflacyjne analityków sektora finansowego przedstawiono medianę prognoz analityków ankietowanych przez agencję Refinitiv (dawniej Thomson Reuters) w ostatnim miesiącu danego kwartału.

Oczekiwania inflacyjne prognozistów Ankiety Makroekonomicznej NBP obrazują medianę rozkładu prawdopodobieństwa otrzymanego w wyniku agregacji probabilistycznych prognoz ekspertów ankietowanych przez NBP. W nawiasach podano 50-procentowy przedział prawdopodobieństwa (między 1. a 3. kwartylem) tego rozkładu. Ankieta odbywa się w ostatnich dwóch tygodniach danego kwartału i co do zasady zachodzi na kolejne dwa dni robocze kolejnego kwartału.

Wykres 2.6 Wzrost PKB wraz z jego strukturą (r/r)



Źródło: dane GUS.

²⁷ Prognozy makroekonomiczne profesjonalnych prognostów. Wyniki Ankiety Makroekonomicznej NBP. Runda: wrzesień 2020 r., NBP. Nr 3/2020.

inwestycji dotyczyło przede wszystkim przedsiębiorstw, które silnie ograniczyły nakłady inwestycyjne w warunkach niskiego popytu, zamrożenia aktywności gospodarczej w niektórych branżach oraz gwałtownego wzrostu niepewności i obniżenia oczekiwań co do przyszłej aktywności gospodarczej.

W związku z gwałtownym spadkiem aktywności gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), eksport w II kw. obniżył się o 14,3% r/r. Pomimo że spadek aktywności za granicą był głębszy niż w Polsce, dynamika eksportu była jednak wyższa niż dynamika importu. W efekcie wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni.

Dodatni wkład do wzrostu PKB w II kw. miały również wydatki rządowe na dobra i usługi, czemu sprzyjał stabilny wzrost płac w sektorze publicznym i wydatki związane z przeciwdziałaniem pandemii COVID-19.

Dostępne dane za III kw. wskazują na wyraźne odbicie aktywności gospodarczej w tym okresie (Wykres 2.7). Sprzyjało temu znoszenie większości ogólnokrajowych restrykcji epidemicznych (głównie w maju i czerwcu), poprawa nastrojów podmiotów gospodarczych i wsparcie ze strony polityki fiskalnej i pieniężnej – zarówno w kraju, jak i za granicą.

Dane miesięczne o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej oraz dane gospodarcze o wysokiej częstotliwości wskazują, że w III kw. konsumpcja i eksport kształtowały się na poziomach nieco niższych niż bezpośrednio przed pandemią. Poprawę koniunktury ograniczała niższa niż przed pandemią dynamika funduszu płac, nadal podwyższona niepewność dotycząca przyszłej sytuacji gospodarczej oraz niższa niż przed pandemią aktywność gospodarcza za granicą.

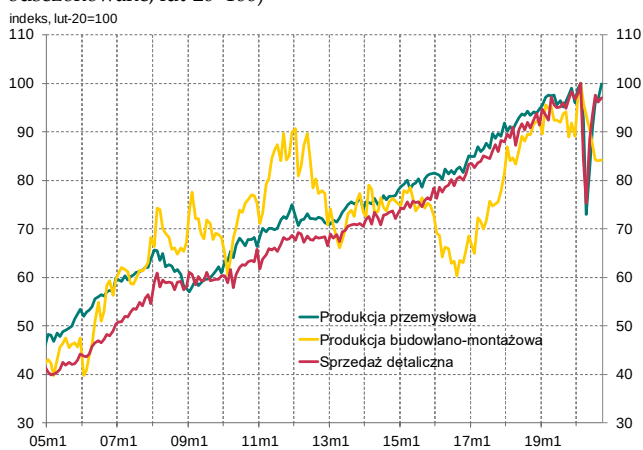
W III kw. prawdopodobnie relatywnie niskie pozostały inwestycje, na co wskazują dane o

Tabela 2.2 Dynamika PKB (r/r; proc.) oraz wkłady do wzrostu (pkt proc.)

	2018				2019				2020	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
PKB	5,3	5,5	5,5	5,1	5,3	5,1	4,4	3,6	1,9	-8,4
Spożycie prywatne	2,8	2,6	2,4	2,1	2,5	2,6	2,4	1,8	0,7	-6,2
Spożycie publiczne	0,5	0,5	0,7	0,7	1,5	1,0	1,2	0,9	0,5	0,6
Nakłady brutto na środki trwałe	1,3	1,0	1,9	2,2	1,5	1,4	0,8	1,6	0,1	-1,8
Przyrost zapasów	1,5	0,2	0,6	-0,3	-1,7	-0,1	-0,8	-2,4	-0,3	-2,0
Eksport netto	-1,0	1,0	-0,3	0,2	1,6	0,3	0,8	1,7	0,9	1,1

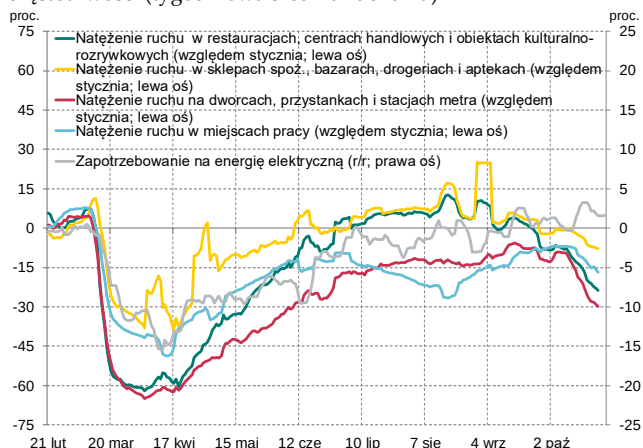
Źródło: dane GUS.

Wykres 2.7 Wskaźniki aktywności gospodarczej (dane odsezonowane, lut-20=100)



Źródło: dane GUS i Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 2.8 Wskaźniki aktywności gospodarczej o wysokiej częstotliwości (tygodniowa średnia ruchoma)



Źródło: dane Polskie Sieci Elektroenergetyczne, Instytut Meteorologii i Gospodarki Wodnej, meteoanalizy.pl i Google COVID-19 Community Mobility Report, obliczenia NBP.

Natężenie ruchu ludności z wyłączeniem świąt. Zapotrzebowanie na energię elektryczną od poniedziałku do piątku w godz. 8-16 skorygowane o zmiany wynikające z dni świątecznych i zmiany temperatury.

produkcji budowlano-montażowej, produkcji i imporcie dóbr inwestycyjnych oraz badania ankietowe przedsiębiorstw. Inwestycjom nadal nie sprzyjała wysoka niepewność oraz gorsze niż przed pandemią oczekiwania dotyczące przyszłego poziomu aktywności gospodarczej.

W październiku – wraz nasileniem się epidemii i ponownym zaostrzeniem restrykcji sanitarnych – pojawiły się sygnały o osłabieniu aktywności gospodarczej w branżach najbardziej wrażliwych na skutki epidemii i restrykcje (Wykres 2.8). Dostępne dane wskazują, że skala spadku była jednak jak dotąd mniejsza niż w marcu i kwietniu. Równocześnie wstępne dane o zapotrzebowaniu na energię i natężeniu ruchu samochodów ciężarowych nie wskazują, aby aktywność w przemyśle i transporcie towarowym uległa istotnemu obniżeniu w październiku.

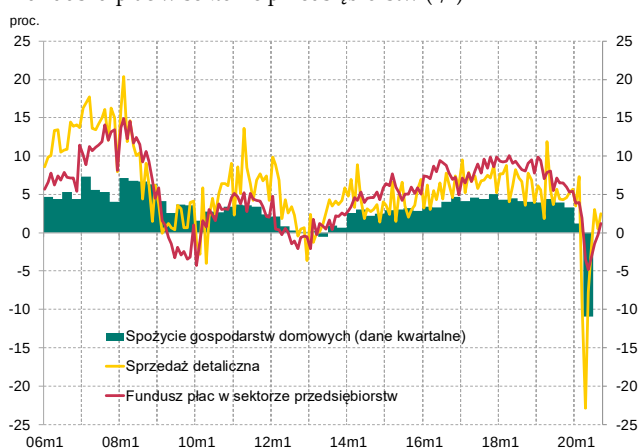
2.2.1 Konsumpcja

W II kw. spożycie w sektorze gospodarstw domowych obniżyło się o 10,8% r/r (Wykres 2.9). Na głęboki spadek konsumpcji wpłynęły czynniki związane z pandemią COVID-19, w tym restrykcje epidemiczne, wzrost niepewności i silne pogorszenie się nastrojów konsumentów (Wykres 2.10). Skala konsumpcji mogła być także ograniczana poprzez spadek funduszu płac i obniżenie się dynamiki kredytu konsumpcyjnego (por. rozdz. 2.6 *Pieniądz i kredyt*).

Bardzo silnie spadła konsumpcja usług w branżach najbardziej wrażliwych na negatywne skutki pandemii i związanych z nią restrykcji sanitarnych, takich jak zakwaterowanie, gastronomia, transport czy rozrywka, rekreacja i kultura. Silny spadek dotyczył również sprzedaży towarów, przede wszystkim samochodów oraz odzieży i obuwia.

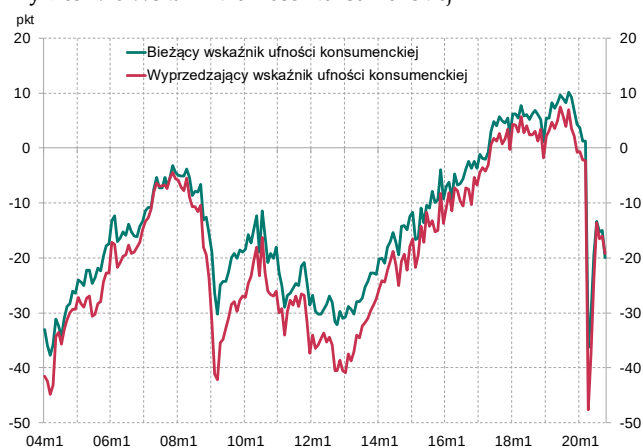
Po bardzo głębokim spadku w kwietniu, w III kw. – w związku z poluzowaniem ogólnokrajowych restrykcji epidemicznych (głównie w maju i czerwcu), poprawą nastrojów i pewnym

Wykres 2.9 Dynamika realna konsumpcji, sprzedaży detalicznej i funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.10 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: dane GUS.

wzrostem dochodów – poziom konsumpcji wzrósł. Dostępne dane wskazują, że w III kw. konsumpcja towarów była nieco wyższa niż przed rokiem i nieco niższa niż przed pandemią. Zwiększyła się bowiem przede wszystkim sprzedaż towarów w kategoriach, które w II kw. były najsilniej dotknięte restrykcjami epidemicznymi. Jednocześnie silnie wzrosła sprzedaż dóbr trwałych (mebli, elektroniki i sprzętu AGD), co można wiązać z realizacją odłożonego popytu i zwiększonym zapotrzebowaniem gospodarstw domowych na niektóre towary w związku z pracą i nauką zdalną.

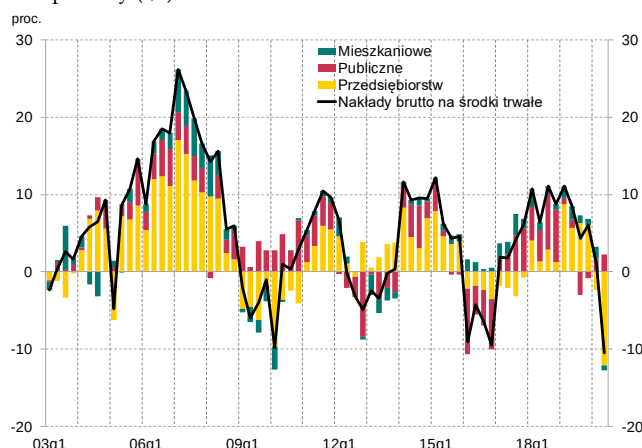
W październiku wraz z nasileniem się epidemii pogorszyły się nastroje konsumentów i ponownie obniżyła się konsumpcja usług najbardziej wrażliwych na skutki epidemii i objętych restrykcjami (por. Wykres 2.8).

2.2.2 Inwestycje

W II kw. br. nakłady brutto na środki trwałe spadły o 10,7% r/r. Obniżyły się przede wszystkim inwestycje przedsiębiorstw, a także – choć w niewielkim stopniu – inwestycje mieszkaniowe. Jednocześnie inwestycje publiczne nieznacznie wzrosły (Wykres 2.11).

Przedsiębiorstwa silnie ograniczyły nakłady inwestycyjne w warunkach obniżonego popytu, zamrożenia aktywności gospodarczej w niektórych branżach oraz gwałtownego wzrostu niepewności i pogorszenia oczekiwań co do przyszłej aktywności gospodarczej. Wyraźny spadek inwestycji w II kw. br. odnotowano we wszystkich głównych branżach z wyjątkiem budownictwa i transportu, przy czym najmocniej nakłady ograniczyły firmy handlowe i usługowe (Wykres 2.12). Najgłębszy spadek dotyczył inwestycji w środki transportu, a najmniej obniżyły się nakłady na budynki i budowlę, które charakteryzują się większą inercją. Równocześnie najmocniej inwestycje ograniczały firmy zagraniczne, podczas gdy dynamika nakładów

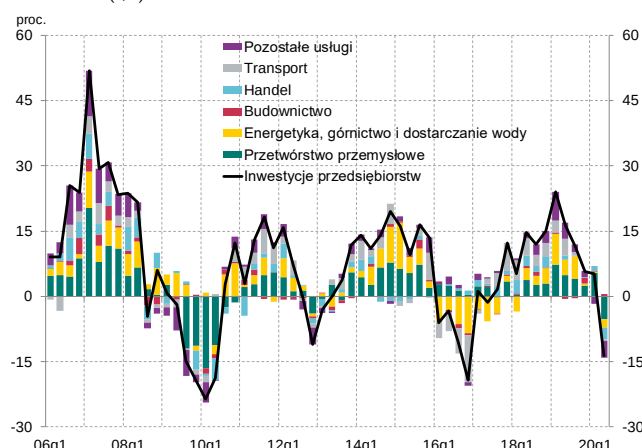
Wykres 2.11 Dynamika inwestycji w gospodarce i jej główne komponenty (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Szacunki NBP.

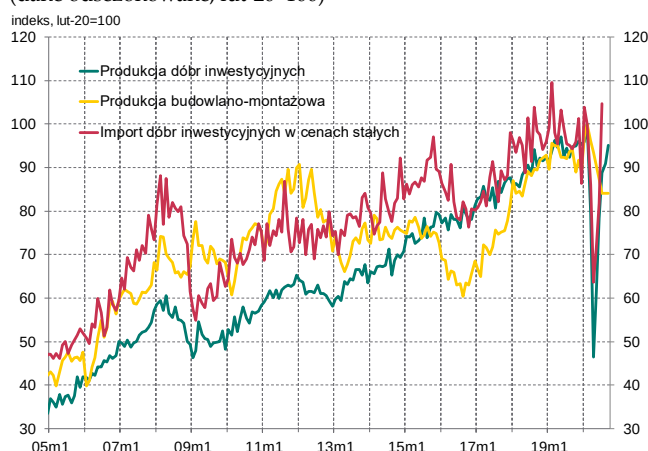
Wykres 2.12 Dynamika inwestycji średnich i dużych przedsiębiorstw niefinansowych w cenach bieżących w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach brutto na środki trwałe, prowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Wykres 2.13 Miesięczne wskaźniki aktywności inwestycyjnej (dane odsezonowane, lut-20=100)



Źródło: dane GUS i Eurostat.

przedsiębiorstw publicznych była zbliżona do zera.

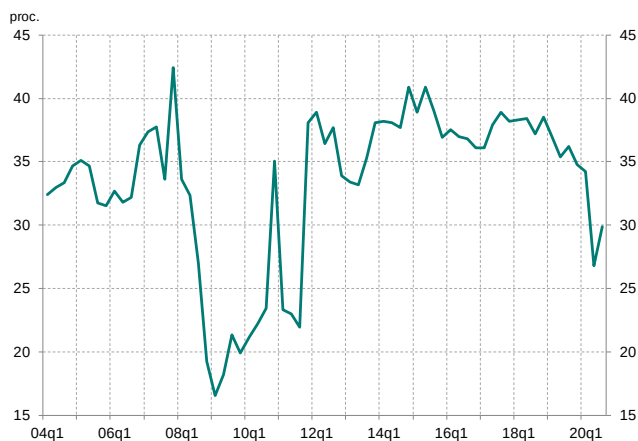
Według szacunków NBP, inwestycje publiczne w II kw. nieznacznie wzrosły. Przyczyniło się do tego przede wszystkim zwiększenie nakładów przez Krajowy Fundusz Drogowy, które przeważało nad relatywnie niewielkim spadkiem inwestycji w samorządach. Inwestycje mieszkaniowe z kolei nieznacznie się obniżyły, co wynikało z częściowego wstrzymania transakcji na rynku mieszkaniowym w kwietniu br. (por. rozdz. 2.5.2 *Rynek nieruchomości*).

Dostępne dane za III kw. wskazują, że aktywność inwestycyjna prawdopodobnie wzrosła w ujęciu kwartalnym, ale nadal spadała w ujęciu rocznym. Na poprawę wskazuje odbicie produkcji i importu dóbr inwestycyjnych. Natomiast spadek produkcji budowlano-montażowej pogłębił się (Wykres 2.13), a badania ankietowe przedsiębiorstw wskazują na tylko nieznaczną poprawę nastrojów inwestorów po ich wyraźnym pogorszeniu w II kw. br. (Wykres 2.14). Aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw w III kw. była nadal ograniczana przez wysoką niepewność, niskie wykorzystanie zdolności produkcyjnych (Wykres 2.15) oraz niższe niż przed pandemią oczekiwania dotyczące przyszłego poziomu aktywności gospodarczej.

2.2.3 Sektor finansów publicznych

W pierwszym półroczu 2020 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 wyniósł 4,4% PKB, z czego około 3,2% PKB było rezultatem działań antykryzysowych podjętych przez rząd w reakcji na epidemię (Wykres 2.16). Na obniżenie salda tego sektora złożył się jednocześnie wzrost wydatków – głównie związanych ze wsparciem antykryzysowym – oraz spadek dochodów, w szczególności w II kw. br., gdy dochody podatkowe budżetu państwa obniżyły się o 15,4% r/r w warunkach wyraźnego ograniczenia aktywności gospodarczej.

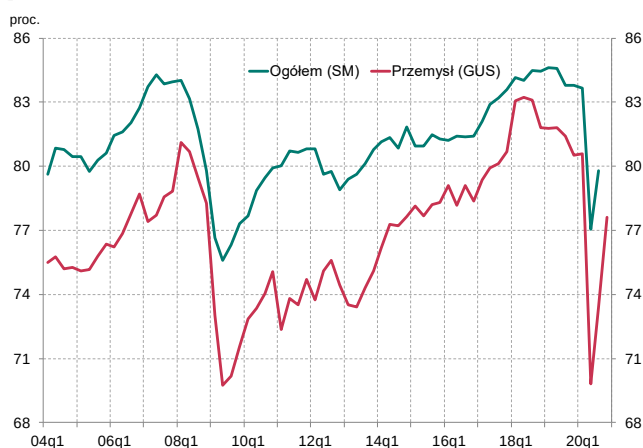
Wykres 2.14 Ogólna ocena optymizmu inwestorów (OPTIN)



Źródło: dane ankietowe NBP.

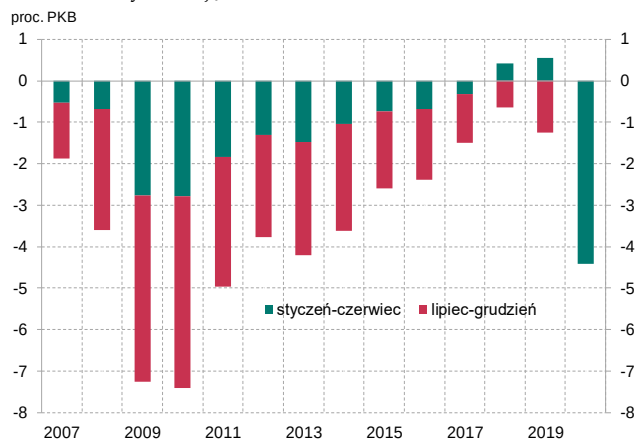
Ocena optymizmu inwestorów mierzona jest udziałem ankietowanych przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji, wzrost nakładów bądź rozszerzenie skali realizowanych inwestycji.

Wykres 2.15 Wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw (dane odsezonowane)



Źródło: dane ankietowe NBP i GUS.

Wykres 2.16 Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA2010



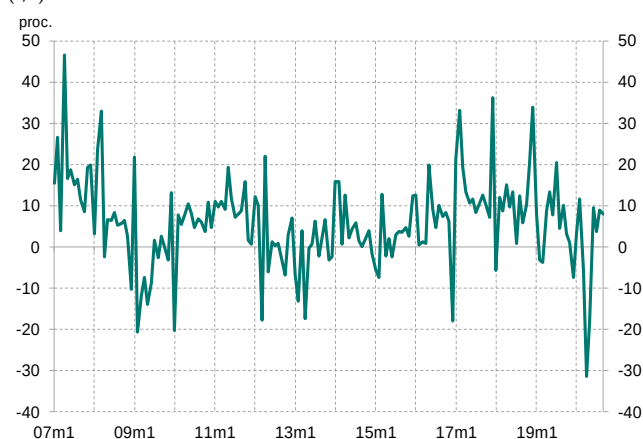
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Największa część wsparcia antykryzysowego miała charakter dotacji dla przedsiębiorstw i była skoncentrowana głównie w II kw. br. W efekcie, wydatki sektora w ramach tej kategorii w II kw. br. sięgnęły 71,7 mld zł, wobec 1,9 mld zł w analogicznym okresie ub.r. i 12,3 mld zł w całym 2019 r. Wydatki te obejmują w szczególności zwolnienia z opłacania składek do ZUS, dofinansowanie kosztów pracy, pożyczki w wysokości 5 tys. zł dla mikroprzedsiębiorców oraz środki z Tarczy Finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR)²⁸.

Po poluzowaniu restrykcji epidemicznych, wraz ze stopniową odbudową aktywności gospodarczej, w III kw. br. wpływy podatkowe budżetu państwa zaczęły ponownie rosnąć (Wykres 2.17). W III kw. br. wzrosły one łącznie o 6,8% r/r²⁹. Jednocześnie zakończyła się wypłata środków pomocowych w ramach większości wprowadzonych instrumentów antykryzysowych.

Podjęte przez rząd działania antykryzysowe wiązały się z dużym wzrostem potrzeb pożyczkowych w I połowie br. Państwowy dług publiczny, zdefiniowany w ustawie o finansach publicznych³⁰, wzrósł przy tym w mniejszym stopniu, niż dług publiczny w ujęciu ESA 2010. Wynika to przede wszystkim z tego, że zgodnie z zapisami ww. ustawy PFR i Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 nie są zaliczane do sektora publicznego. Państwowy dług publiczny wzrósł z 990,9 mld zł na koniec 2019 r. do 1 097,3 mld zł na koniec czerwca br., natomiast dług publiczny w ujęciu ESA 2010 z 1 045,4 mld zł na koniec 2019 r. do 1 256,0 mld zł na koniec czerwca br.

Wykres 2.17 Dynamika dochodów podatkowych budżetu państwa (r/r)



Źródło: dane MF, obliczenia NBP.

²⁸ W wydatkach na dotacje dla przedsiębiorstw ujęta jest przewidywana bezzwrotna część subwencji udzielanych przez PFR.

²⁹ Należy przy tym mieć na uwadze, że tempo wzrostu dochodów z VAT (14,2% r/r w III kw. br.), było przejściowo podwyższone przez spadek zwrotów tego podatku. Było to związane z przyspieszeniem zwrotów przez administrację skarbową w II kw. br. w celu wsparcia płynności firm (przez co kwoty zwrotów wypłaconych w zwyczajowych terminach w III kw. br. były odpowiednio mniejsze) oraz ze spadkiem eksportu w wielu sektorach w II kw. br., przez co w kolejnych miesiącach firmy występowały o mniejsze zwroty z tytułu sprzedaży za granicę, objętej zerową stawką VAT.

³⁰ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2019 r., poz. 869, tekst jednolity z późniejszymi zmianami).

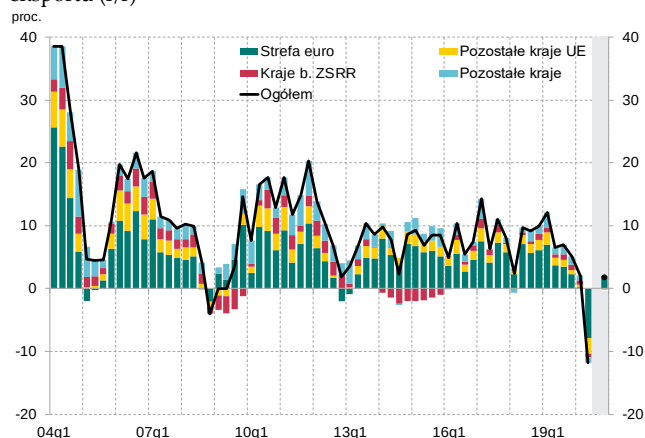
Ograniczająco na przyrost długu publicznego w II połowie br. – poza zakończeniem wypłat środków pomocowych w ramach większości wprowadzonych instrumentów anty kryzysowych – powinien oddziaływać wysoki poziom środków do dyspozycji zgromadzonych na rachunkach budżetowych (106,7 mld zł na koniec czerwca br.³¹). Według prognoz zawartych w projekcie *Ustawy budżetowej na rok 2021*, dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 wzrośnie z 46,0% PKB w 2019 r. do 61,9% PKB w 2020 r. Natomiast państwowy dług publiczny ma wzrosnąć z 43,6% PKB w 2019 r. do 50,4% PKB w 2020 r.

2.2.4 Handel zagraniczny³²

Dane za II kw. br. potwierdziły, że ograniczenie aktywności gospodarczej w kraju i za granicą przełożyło się na głęboki spadek wymiany handlowej Polski. Wartość eksportu w II kw. br. obniżyła się o 11,8% r/r, a importu o 18,4% r/r, w związku z czym wzrosła nadwyżka w obrotach towarowych (por. rozdz. 2.7 *Bilans płatniczy*). Jednocześnie wstępne dane miesięczne za III kw. wskazują na wzrost eksportu i dalszy – choć znacznie płytszy niż w II kw. – spadek importu w ujęciu rocznym.

Spadek eksportu w II kw. br. dotyczył wszystkich analizowanych grup krajów, przy czym najsilniej obniżył się eksport do strefy euro oraz pozostałych krajów UE (Wykres 2.18). W ujęciu towarowym spadek eksportu dotyczył większości towarów – jedynym wyjątkiem były dobra konsumpcyjne, których dynamika eksportu w ujęciu rocznym była nieznacznie dodatnia. W okresie lipiec-sierpień dynamika wartości eksportu wyniosła 1,8% r/r, a wzrost eksportu odnotowano w szczególności do Niemiec (wkład do dynamiki

Wykres 2.18 Wkład grup krajów docelowych do dynamiki eksportu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Obszar zaciętościowy pokazuje dynamikę eksportu odnotowaną w okresie lipiec-sierpień br. względem analogicznego okresu ub.r.

³¹ Plan finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i jego uwarunkowania, III kwartał 2020 r., Lipiec 2020 r., Ministerstwo Finansów, Departament Długu Publicznego.

³² W niniejszym rozdziale analizowane są przede wszystkim dane GUS dotyczące nominalnej wartości eksportu i importu towarów wyrażonej w PLN. Tendencje w zakresie handlu usługami nie są szerzej omawiane, gdyż brak jest dla nich szczegółowych danych.

eksportu ogółem wyniósł 1,8 pkt proc.) i dotyczył przede wszystkim towarów konsumpcyjnych.

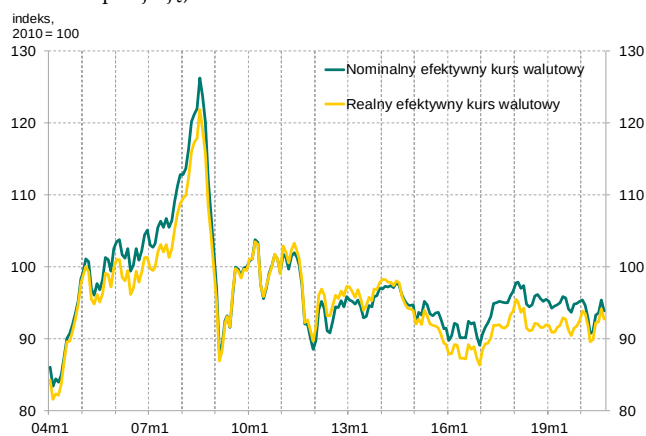
Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* zarówno nominalny, jak i realny efektywny kurs złotego umocniły się i we wrześniu ukształtowały się w pobliżu średniego poziomu z ostatnich kilku lat (Wykres 2.19).

W II kw. br. gwałtowny spadek wartości importu odnotowano w grupie dóbr pośrednich (Wykres 2.20), przede wszystkim towarów zaopatrzeniowych dla przemysłu oraz paliw. Na obniżenie się importu paliwłożył się jednocześnie spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych oraz spadek wolumenu polskiego importu w tej kategorii. Silnie obniżył się również import dóbr inwestycyjnych, w szczególności przemysłowych środków transportu – w warunkach wyraźnego ograniczenia nakładów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa (por. rozdz. 2.2.3 *Inwestycje*) – a także import pozostałych dóbr, przede wszystkim samochodów osobowych. Jednocześnie wzrósł import żywności oraz towarów konsumpcyjnych nietrwałego i półtrwałego użytku, jednak ich wkład do dynamiki importu ogółem pozostawał niewielki. W okresie lipiec-sierpień dynamika importu pozostała ujemna i wyniosła -3,6% r/r, na co wpłynął przede wszystkim spadek w ujęciu rocznym importu dóbr pośrednich i samochodów osobowych, przy wzroście importu dóbr konsumpcyjnych oraz inwestycyjnych.

2.2.5 Produkcja

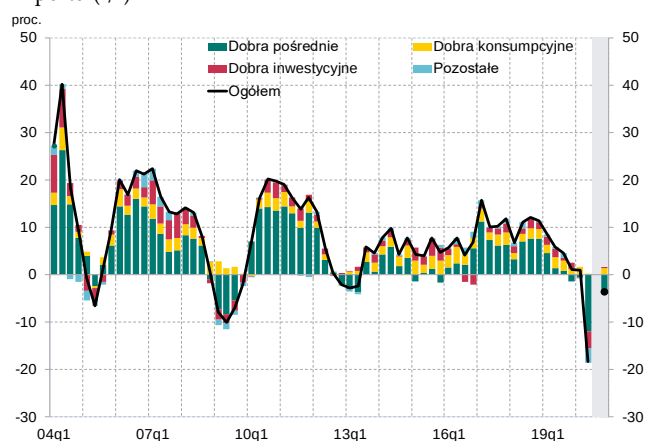
W II kw. br. wartość dodana w przemyśle i usługach rynkowych obniżyła się o ponad 10% r/r. Jednocześnie dynamika roczna wartości dodanej w budownictwie spadła w II kw. w pobliże zera, a usług nierynkowych pozostała dodatnia (Wykres 2.21). Z kolei dostępne dane dotyczące III kw. br. wskazują na odbudowę aktywności w przemyśle i usługach rynkowych w pobliże poziomów z

Wykres 2.19 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: dane BIS.

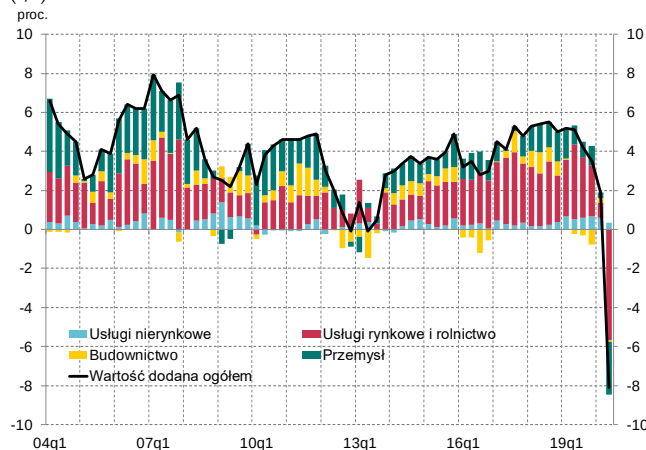
Wykres 2.20 Wkład poszczególnych grup towarów do dynamiki importu (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane w oparciu o klasyfikację głównych kategorii ekonomicznych dla wartości polskiego eksportu i importu w złotych, podanej przez GUS. Do kategorii „Pozostałe” należą samochody osobowe, benzyny silnikowe i towary gdzie indziej niesklasyfikowane. Obszar zacieniowany pokazuje dynamikę importu odnotowaną w okresie lipiec-sierpień br. względem analogicznego okresu ub.r.

Wykres 2.21 Wzrost wartości dodanej brutto w podziale na sektory (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

poprzedniego roku przy spadku aktywności w budownictwie (por. Wykres 2.7 i Wykres 2.8).

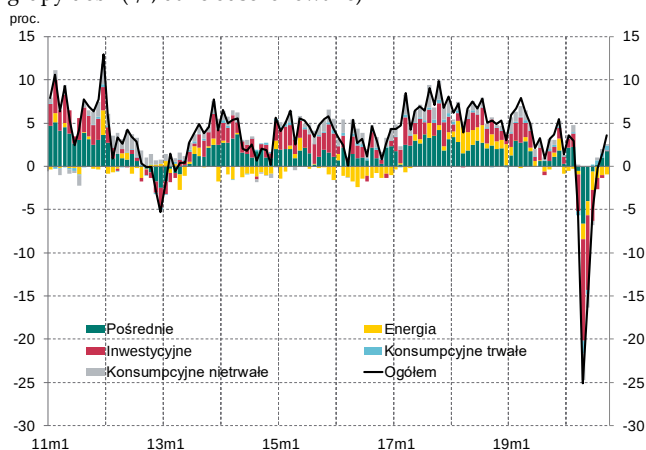
Produkcja przemysłowa spadła w II kw. o 13,6% r/r, obniżając się niemal we wszystkich działach. Najgłębszy spadek odnotowano w produkcji dóbr inwestycyjnych, do czego przyczyniło się wstrzymanie produkcji w ramach globalnych łańcuchów wartości dodanej i silne ograniczenie nakładów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*; Wykres 2.22).

W III kw. produkcja zwiększyła się we wszystkich głównych kategoriach. Najsilniejsze wzrosty w ujęciu rocznym odnotowano w produkcji dóbr trwałych (elektroniki, sprzętu AGD i mebli), co mogło być spowodowane zwiększonym zapotrzebowaniem gospodarstw domowych na te towary w związku z pracą i nauką zdalną. W rezultacie we wrześniu br. produkcja przemysłowa wróciła do poziomu obserwowanego bezpośrednio przed pandemią. W październiku koniunktura w przemyśle prawdopodobnie pozostała relatywnie dobra, choć pogorszyły się oczekiwania firm dotyczące przyszłej sytuacji gospodarczej.

Wartość dodana w usługach rynkowych w II kw. obniżyła się o 10,5% r/r (Wykres 2.23). Najgłębszy spadek aktywności odnotowano w branżach najbardziej wrażliwych na negatywne skutki pandemii i związanych z nią restrykcji sanitarnych – zakwaterowaniu i gastronomii (o 78,4% r/r) oraz kulturze, rozrywce i rekreacji (o 45,5% r/r). O około 10% obniżyła się także wartość dodana w handlu, transporcie oraz działalności finansowej i ubezpieczeniowej. W pozostałych branżach roczna dynamika wartości dodanej była zbliżona do zera.

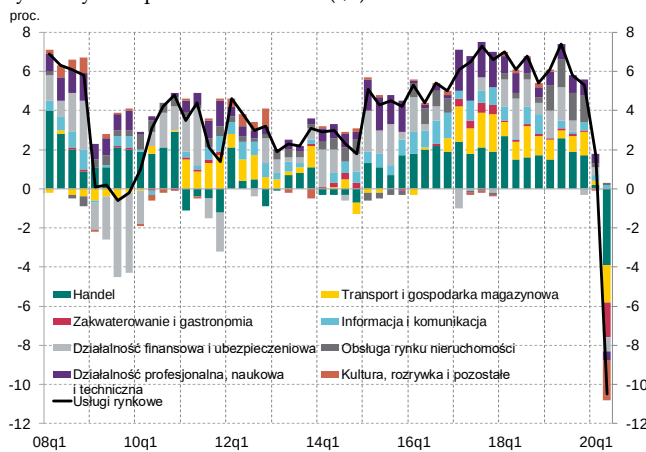
W III kw. koniunktura w usługach rynkowych uległa wyraźnej poprawie. Dane o sprzedaży detalicznej i natężeniu ruchu wskazują, że aktywność w handlu i transporcie towarowym była w III kw. podobna jak przed rokiem (por. Wykres 2.7). W pozostałych branżach usługowych

Wykres 2.22 Dynamika produkcji przemysłowej w podziale na grupy dóbr (r/r, dane odsezonowane)



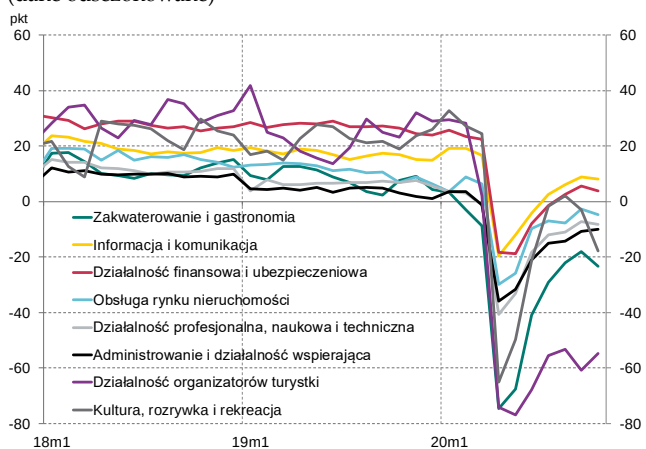
Źródło: dane GUS i Eurostat, obliczenia NBP.

Wykres 2.23 Wzrost wartości dodanej brutto w usługach rynkowych w podziale na branże (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.24 Wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury w usługach (dane odsezonowane)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

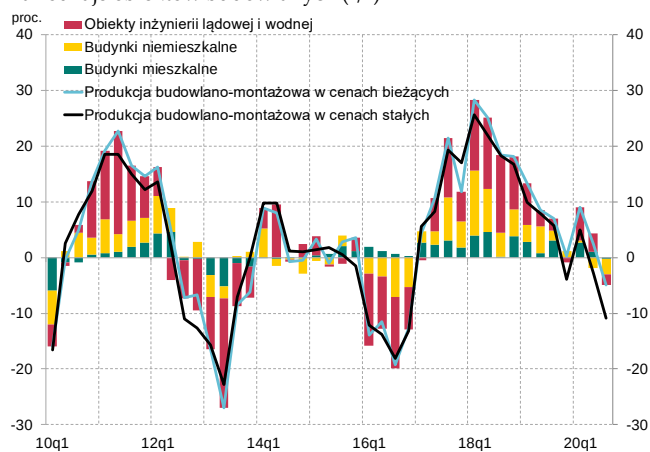
koniunktura również wyraźnie się poprawiła względem kwietnia (Wykres 2.24). W zakwaterowaniu, kulturze, rozrywce i turystyce aktywność pozostała jednak obniżona ze względu na m.in. niewielki napływ turystów z zagranicy, ograniczenie podróży służbowych i utrzymanie w tym okresie części restrykcji sanitarnych.

W październiku wraz nasileniem się epidemii ponownie obniżyła się aktywność w usługach wrażliwych na skutki epidemii i objętych restrykcjami (m.in. zakwaterowanie, gastronomia, rozrywka, kultura i rekreacja), a oczekiwania dotyczące przyszłego popytu pogorszyły się również w pozostałych branżach (por. Wykres 2.8, Wykres 2.24).

Produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w II kw. tylko nieznacznie (o 2,8% r/r). Było to związane z relatywnie niewielkim wpływem restrykcji epidemicznych na prace budowlane. Spadła przede wszystkim aktywność w budowie obiektów przemysłowych i handlowo-usługowych, do czego przyczyniło się ograniczanie nakładów inwestycyjnych przez firmy. Jednocześnie spowolnił wzrost produkcji w budownictwie mieszkaniowym i infrastrukturalnym.

W odróżnieniu od pozostałych sektorów gospodarki, w III kw. koniunktura w budownictwie dalej się pogarszała – produkcja budowlano-montażowa spadła o 10,9% r/r (Wykres 2.25). Obniżyła się przede wszystkim aktywność w budownictwie infrastrukturalnym, w tym drogowym i kolejowym, oraz – w mniejszym stopniu – w budownictwie mieszkaniowym. Natomiast dynamika roczna produkcji w budownictwie przemysłowym i handlowo-usługowym lekko wzrosła względem II kw. br., jednak pozostała ujemna.

Wykres 2.25 Wzrost produkcji budowlano-montażowej w podziale na rodzaje obiektów budowlanych (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dekompozycja na rodzaje obiektów budowlanych dotyczy dynamiki produkcji budowlano-montażowej w cenach bieżących.

2.3 Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

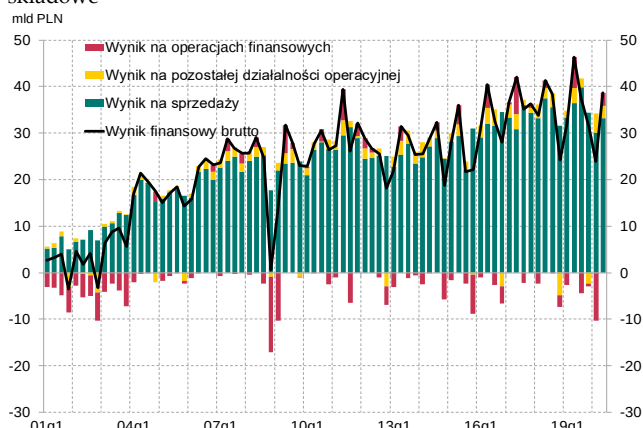
W II kw. br. sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw była wyraźnie gorsza niż w 2019 r., choć nieco poprawiła się względem I kw. br. Wynik na sprzedaży spadł o 8,6% r/r wobec spadku o 9,9% r/r w I kw. br. przy silnym obniżeniu się zarówno przychodów, jak i kosztów pod wpływem czynników związanych z pandemią COVID-19 (Wykres 2.26; Wykres 2.27). Dane ankietowe sugerują pewną poprawę sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstw w III kw. br.

Przychody w II kw. br. zmniejszyły się w większości branż, choć w różnym stopniu, głównie pod wpływem spadku przychodów ze sprzedaży (o 13,9% r/r). Najsilniejszy spadek sprzedaży odnotowano w branżach w największym stopniu wrażliwych na negatywne skutki pandemii i z związanych z nią restrykcji, takich jak działalność sportowa, transport lotniczy, zakwaterowanie czy turystyka. Natomiast w nielicznych branżach, w tym związanych z nadawaniem programów ogólnodostępnych i abonamentowych, działalnością w zakresie informacji czy w usługach pocztowych i kurierskich, odnotowano wzrost przychodów ze sprzedaży.

Korzystnie na wynik finansowy w II kw. br. oddziaływało natomiast obniżenie się kosztów sprzedaży (o 14,2% r/r). Było to związane głównie z wyraźnie niższymi niż przed rokiem cenami surowców (por. rozdz. 1.3 *Światowe rynki surowców*), zmniejszeniem potrzeb zaopatrzeniowych oraz obniżeniem kosztów pracy pod wpływem rządowych programów antykryzysowych.

W II kw. br. większość wskaźników rentowności pozostała niższa niż przed rokiem. Zmniejszył się również odsetek firm rentownych. Wyjątkiem był wskaźnik rentowności sprzedaży, który lekko wzrósł w porównaniu do II kw. ub.r. (Tabela 2.3).

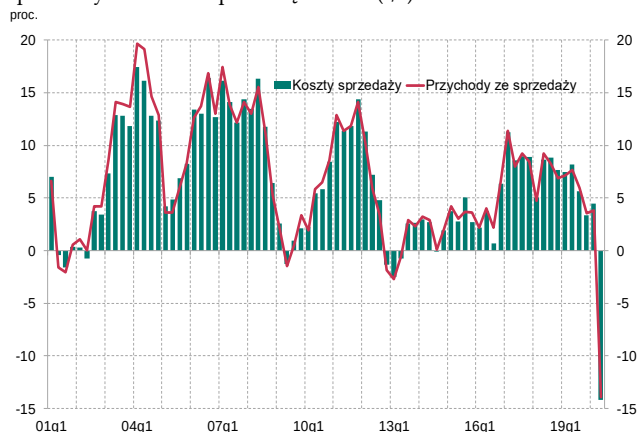
Wykres 2.26 Wynik finansowy brutto sektora przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwale przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Wykres 2.27 Dynamika przychodów ze sprzedaży i kosztów sprzedaży w sektorze przedsiębiorstw (r/r)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwale przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Z kolei udział zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w sumie bilansowej w II kw. br. utrzymał się na poziomie 15,9%.

W II kw. 2020 r. wyraźnie wzrósł wskaźnik płynności finansowej, co było efektem w szczególności rządowych programów wsparcia płynnościowego dla przedsiębiorstw oraz ograniczenia nakładów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*; Tabela 2.3).

Dane ankietowe NBP wskazują, że w III kw. br., wraz z poluzowaniem restrykcji epidemicznych, sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw poprawiła się. Odsetek firm oceniających swoją sytuację jako dobrą lub bardzo dobrą wzrósł do 74% z 68% w II kw. br., chociaż pozostał niższy niż rok wcześniej. W III kw. br. zmniejszyły się też w porównaniu z poprzednim kwartałem udziały procentowe firm deklarujących problemy z płynnością finansową bądź regulowaniem zobowiązań kredytowych i handlowych.

2.4 Rynek pracy

Załamanie aktywności gospodarczej w II kw. br. w związku z epidemią COVID-19 doprowadziło do pogorszenia się sytuacji na rynku pracy, w tym obniżenia się liczby pracujących i zatrudnienia oraz spowolnienia wzrostu wynagrodzeń. Wpływ pierwszej fali epidemii na rynek pracy był łagodzony przez działania antykrzysowe rządu, co znalazło odzwierciedlenie m.in. w ograniczonym wzroście bezrobocia. Dostępne dane za III kw. br. wskazują na pewną stabilizację sytuacji na rynku pracy w tym okresie.

Liczba osób pracujących według BAEL obniżyła się w II kw. br. o 1,3% r/r (Wykres 2.28), a jej najgłębszy spadek odnotowano w sektorze usług. Przy czym stosunkowo wielu pracowników nie mogło wykonywać swoich obowiązków w związku z przestojem zakładu pracy lub świadczyło pracę w ograniczonym wymiarze

Tabela 2.3 Wybrane wskaźniki finansowe w sektorze przedsiębiorstw (proc.)

	Średnia 2004- 2019	2019				2020	
		q1	q2	q3	q4	q1	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,0	4,5	4,6	5,0	4,1	3,9	4,9
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,1	3,4	4,8	3,8	2,9	2,4	4,5
Udział firm rentownych	72,5	76,3	75,9	76,0	75,7	74,4	73,3
Wskaźnik płynności I stopnia	34,7	34,7	34,6	35,4	38,1	38,9	42,6
Wskaźnik rentowności aktywów	1,3	1,0	1,5	1,1	0,9	0,7	1,1
Udział zadłużenia z tyt. kredytów i pożyczek w sumie bilansowej	13,1*	15,2	15,3	15,6	15,5	15,9	15,9

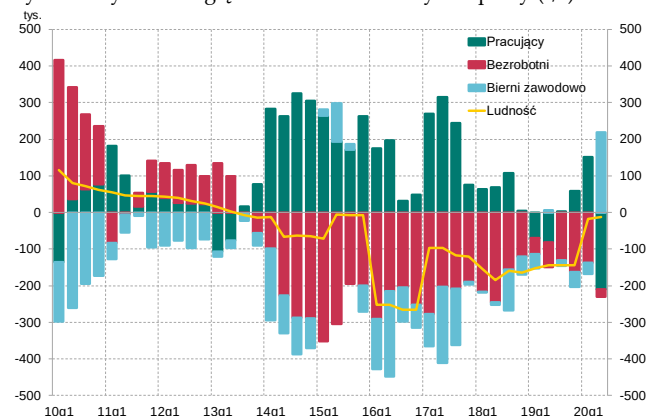
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane ze sprawozdania o przychodach, kosztach i wyniku finansowym oraz o nakładach na środki trwale przeprowadzanego przez GUS (formularz F-01/I-01).

Udział firm rentownych – dane odsezonowane.

*Dla udziału zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w sumie bilansowej średnia została wyliczona za lata 2013-2019.

Wykres 2.28 Zmiany liczebności podstawowych grup ludności wyróżnionych ze względu na ich status na rynku pracy (r/r)



Źródło: dane GUS.

Ludność oznacza populację generalną, do której odnosi się uogólnianie wyników BAEL. Stanowi ona ludność Polski w wieku 15 lat i więcej zamieszkałą w gospodarstwach domowych.

godzinowym (łącznie około 1,2 mln osób, tj. 7,4% ogółu pracujących według BAEL).

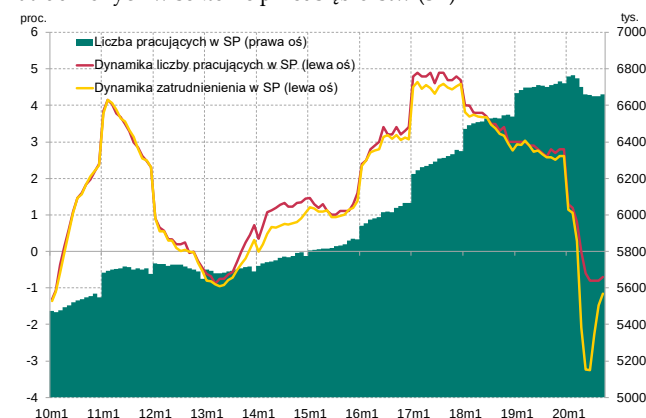
Dostępne dane z sektora przedsiębiorstw³³ wskazują, że w III kw. br. spadek liczby pracujących wyhamował. Jednocześnie, wraz ze stopniowym przywracaniem pracownikom wymiaru etatów sprzed pandemii oraz obniżeniu absencji pracowników związanej z przebywaniem na dodatkowych zasiłkach opiekuńczych, częściowo odbudowuje się – wyrażane w przeliczeniu na pełne etaty – przeciętne zatrudnienie w tym sektorze (Wykres 2.29).

O wciąż niskim popycie na pracę świadczą dane o liczbie ofert pracy w urzędach, która – pomimo pewnego wzrostu we wrześniu br. – pozostała niższa niż rok wcześniej i wyraźnie niższa niż przed pandemią³⁴.

Niższej liczbie pracujących w II kw. br. towarzyszył zbliżony co do skali wzrost liczby osób biernych zawodowo przy braku znaczących zmian liczby osób bezrobotnych według BAEL (Wykres 2.28). Spadła zwłaszcza aktywność w młodszych grupach wiekowych, co było związane z utrudnieniami w poszukiwaniu pracy wynikającymi z restrykcji epidemicznych oraz przejściem przez rodziców opieki nad dziećmi ze względu na zamknięcie przedszkoli i szkół.

Jednocześnie liczba osób bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy w II kw. br. wzrosła, choć w ograniczonym stopniu (odsezonowana stopa bezrobocia rejestrowanego osiągnęła 6,0% w II kw. br., wobec 5,2% w I kw. br.; Wykres 2.30). Dostępne dane za III kw. wskazują na stabilizację stopy bezrobocia rejestrowanego na poziomie 6,3% (po odsezonowaniu), wobec wyhamowania spadku liczby pracujących. Stabilizująco na stopę bezrobocia rejestrowanego oddziaływała również

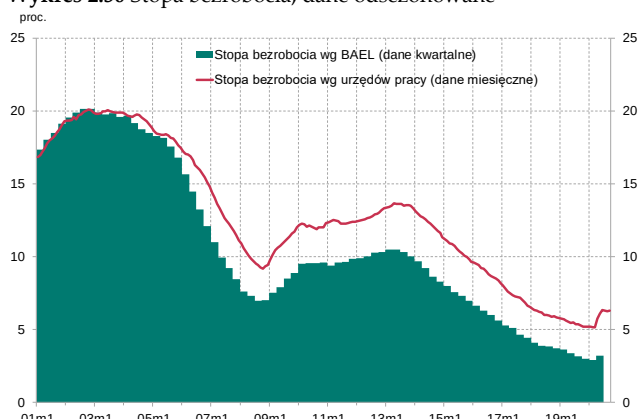
Wykres 2.29 Dynamika (r/r) i poziom liczby pracujących i zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Dane o pracujących w SP odnoszą się do stanu na ostatni dzień miesiąca, bez przeliczania osób niepełnozatrudnionych na pełne etaty. Dane te obejmują szerszy krąg osób niż kategoria przeciętnego zatrudnienia, wliczając właścicieli i współwłaścicieli firm prowadzących działalność gospodarczą, a także m.in. osoby przebywające na zasiłkach chorobowych, opiekuńczych i macierzyńskich, które w tylko ograniczonym stopniu ujęte są w statystykach zatrudnienia.

Wykres 2.30 Stopa bezrobocia, dane odsezonowane



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Dane odsezonowane i skorygowane przez NBP o wpływ zmiany metodologii GUS w 2012 r. Różnice pomiędzy stopą bezrobocia według urzędów pracy a stopą BAEL mają trzy przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych, (3) stopa bezrobocia według urzędów pracy wyliczana jest na podstawie liczby zarejestrowanych bezrobotnych, a stopa BAEL – na podstawie badania ankietowego.

³³ Dane z sektora przedsiębiorstw obejmują przedsiębiorstwa o liczbie pracujących przekraczającej 9 osób i nie uwzględniają pracujących w oparciu o umowy cywilnoprawne. Ponadto sektor ten nie obejmuje niektórych obszarów działalności gospodarczej, w szczególności administracji publicznej, edukacji, ochrony zdrowia, rolnictwa oraz działalności finansowej i ubezpieczeniowej.

³⁴ We wrześniu br. liczba ofert pracy w urzędach wzrosła o 15,1 tys. m/m i po odsezonowaniu była o 9,0% niższa niż w lutym br. i o 3,2% niższa niż we wrześniu ub.r.

(choć w mniejszym stopniu) możliwość uzyskania – bez obowiązku rejestracji w urzędzie pracy – dodatku solidarnościowego przez osoby, które straciły pracę w wyniku epidemii COVID-19.

Pandemia COVID-19 spowodowała również umiarkowany co do skali odpływ imigrantów z krajowego rynku pracy³⁵.

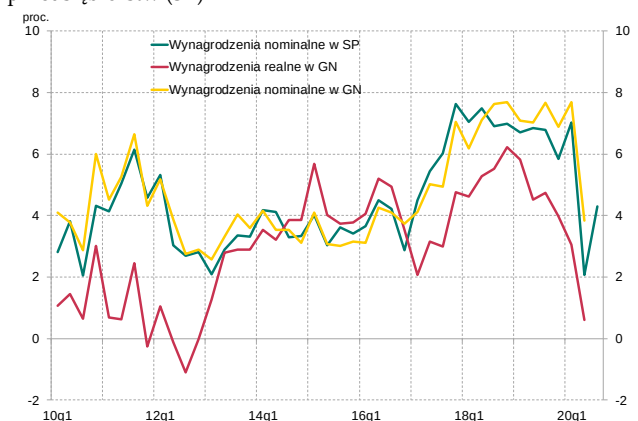
Wobec osłabionego popytu na pracę wzrost przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej w II kw. br. spowolnił do 3,8% r/r z 7,7% r/r w I kw. br. Dostępne dane z sektora przedsiębiorstw wskazują, że w III kw. nastąpił wzrost dynamiki wynagrodzeń (do 4,3% r/r z 2,1% r/r w II kw. br.) związany z odbudowywaniem intensywności pracy oraz przywracaniem dodatków pozapłacowych i wstrzymanych wcześniej podwyżek wynagrodzeń (Wykres 2.31).

2.5 Polityka pieniężna i rynki aktywów

Po istotnym poluzowaniu polityki pieniężnej NBP w II kw.³⁶, w ostatnich miesiącach utrzymano podstawowe parametry polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie. W szczególności stopa referencyjna NBP utrzymywana była na poziomie 0,1%.

Jednocześnie NBP nadal prowadził operacje skupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. Skala skupu papierów wartościowych w ostatnich miesiącach była mniejsza niż w II kw., a łącznie NBP (do końca października br.) skupił papiery wartościowe o wartości nominalnej 105,3 mld zł, tj. 110,9 mld zł w cenie zakupu. NBP oferował także kredyt wekslowy przeznaczony na

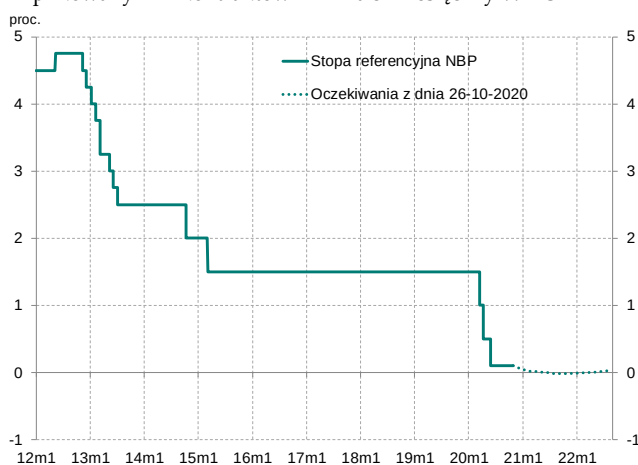
Wykres 2.31 Dynamika (r/r) wynagrodzeń nominalnych i realnych w gospodarce narodowej (GN) oraz nominalnych w sektorze przedsiębiorstw (SP)



Źródło: dane GUS.

Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (SP) dotyczą podmiotów prowadzących działalność zaklasyfikowaną według wybranych sekcji PKD o liczbie pracujących 10 i więcej. Dane o wynagrodzeniach w gospodarce narodowej (GN) dotyczą pełnej zbiorowości, tj. bez względu na liczbę pracujących.

Wykres 2.32 Stopa referencyjna NBP wraz z oczekiwaniami implikowanymi z kontraktów FRA na 3-miesięczny WIBOR



Źródło: dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

³⁵ Dane nt. przekroczeń granicy na lądowych przejściach granicznych pomiędzy Polską a Ukrainą wskazują, że liczba przebywających w Polsce cudzoziemców, którzy przekraczali tę granicę, zmniejszyła się w II kw. 2020 r. o 19,8 tys. (*Informacja statystyczna za 1 kwartał 2020 r. oraz Informacja statystyczna za I półrocze 2020 r.*, Straż Graniczna). Po spadku w II kw. br., w lipcu oraz sierpniu br. liczba cudzoziemców ubezpieczonych w ZUS wyraźnie wzrosła. Według stanu na koniec sierpnia br., liczba obcokrajowców ubezpieczonych w ZUS była niższa o blisko 12 tys. względem poziomu sprzed pandemii, tj. z lutego br., i o 4,2 tys. względem stanu na koniec sierpnia 2019 r. (*Portal Statystyczny ZUS*).

³⁶ Por. Ramka 2: *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w reakcji na pandemię COVID-19 w: Raport o inflacji – lipiec 2020 r.*, NBP.

refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorstwom przez banki.

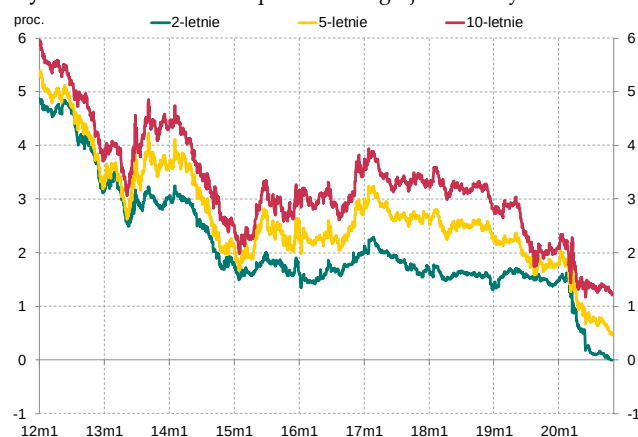
Uczestnicy rynków finansowych oczekują, że stopy procentowe NBP pozostaną na poziomie zbliżonym do zera w najbliższych latach (Wykres 2.32).

2.5.1 Rynki finansowe

Po istotnym spadku w I połowie br., rentowności obligacji skarbowych w Polsce w ostatnich miesiącach dalej się obniżały (Wykres 2.33). W rezultacie ukształtowały się one – podobnie jak w wielu innych gospodarkach na świecie (por. rozdz. 1.5 *Światowe rynki finansowe*) – na najniższym poziomie w historii³⁷. Niskim rentownościom obligacji skarbowych w Polsce sprzyjają niski bieżący poziom stóp procentowych NBP, oczekiwania uczestników rynku dotyczące kształtowania się krótkoterminowych stóp procentowych na niskim poziomie w przyszłości oraz trwający skup papierów wartościowych przez NBP. Jednocześnie w kierunku niskich rentowności oddziaływała silnie akomodacyjna polityka pieniężna na świecie, w tym zbliżony do zera lub ujemny poziom stóp procentowych w gospodarkach rozwiniętych oraz prowadzony przez wiele banków centralnych skup aktywów (por. rozdz. 1.4 *Polityka pieniężna za granicą*).

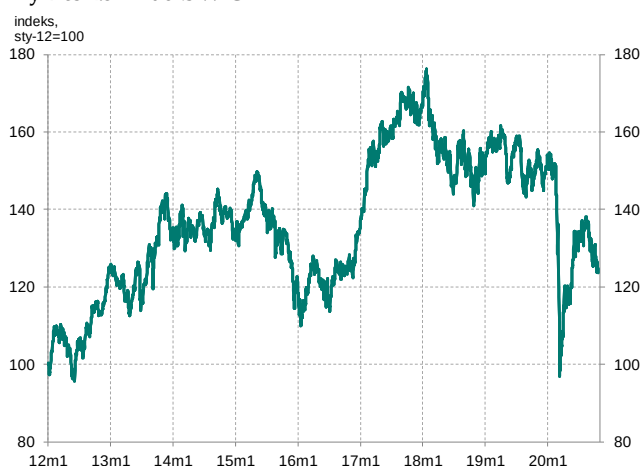
Po wyraźnym załamaniu i częściowym odbiciu w I połowie br., ceny akcji na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w ostatnich miesiącach podlegały – podobnie jak ceny akcji na świecie – zmiennym tendencjom i w październiku br. kształtowały się średnio na poziomie nieco niższym niż w czerwcu br. (Wykres 2.34). Początkowo, w lipcu i sierpniu, w kierunku wzrostu cen akcji oddziaływało wcześniejsze złagodzenie restrykcji epidemicznych w Polsce i związana z tym częściowa odbudowa aktywności gospodarczej oraz lepsze niż w I połowie br.

Wykres 2.33 Rentowności polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

Wykres 2.34 Indeks WIG



Źródło: dane Bloomberg.

³⁷ Rentowność 10-letnich polskich obligacji skarbowych w październiku br. ukształtowała się średnio na poziomie 1,28%, a 2-letnich na poziomie 0,01%.

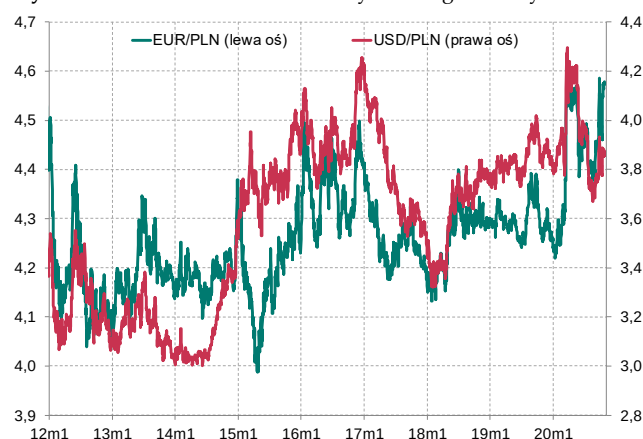
nastroje na światowych rynkach finansowych. Natomiast od września ograniczająco na ceny akcji działały przede wszystkim obawy o wpływ ponownie nasilającej się pandemii oraz zaostrzenia restrykcji sanitarnych w Polsce na aktywność gospodarczą i wyniki finansowe przedsiębiorstw.

Od publikacji poprzedniej edycji *Raportu* kurs złotego do głównych walut podlegał przejściowym wahaniom, wynikającym głównie z czynników o charakterze globalnym. W październiku br. kurs złotego względem euro był słabszy o około 2% wobec poziomu z czerwca br., a względem dolara – był mocniejszy o około 3% (Wykres 2.35)³⁸. Zmiany kursu złotego w tym okresie następowały w warunkach deprecjacji dolara względem innych głównych walut i wielu walut rynków wschodzących. Korzystniejsza sytuacja epidemiczna i gospodarcza w II kw. br. w Polsce niż w wielu innych gospodarkach, w tym europejskich, oddziaływały w kierunku umocnienia kursu złotego względem głównych walut obserwowanego w szczególności do sierpnia br. Natomiast w kierunku osłabienia kursu złotego, zwłaszcza we wrześniu i październiku br., mogły oddziaływać obawy o dalszy przebieg pandemii wobec rosnącej liczby zachorowań na COVID-19 m.in. w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (por. Ramka 1: *Sytuacja epidemiczna na świecie w związku z pandemią COVID-19*).

2.5.2 Rynek nieruchomości

W II kw. br. aktywność na rynku mieszkaniowym obniżyła się w warunkach epidemii COVID-19 i związanych z nią restrykcji^{39,40}. Według dostępnych danych niższej niż w poprzednich

Wykres 2.35 Kurs euro i dolara amerykańskiego w złotych



Źródło: dane Bloomberg.

³⁸ We październiku 2020 r. średni kurs złotego względem euro wyniósł 4,53 (wobec 4,45 w czerwcu br.), a względem dolara 3,85 (wobec 3,95 w czerwcu br.).

³⁹ 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 2020 r.* NBP, wrzesień 2020 r.

⁴⁰ Dane zgromadzone w bazie NBP podczas notowania II kw. 2020 r. obejmują oferty aktualne 1 czerwca 2020 r. oraz transakcje zawarte w okresie marzec - maj 2020 r. r. Z uwagi na przesunięcie w czasie zakresu danych transakcyjnych (wg daty sprzedaży), opisywany w niniejszym opracowaniu II kw. 2020 r. nie pokrywa się z kwartałem roku kalendarzowego. Szerzej o badaniu BaRN: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/rynek_nieruchomosci/ankieta.html.

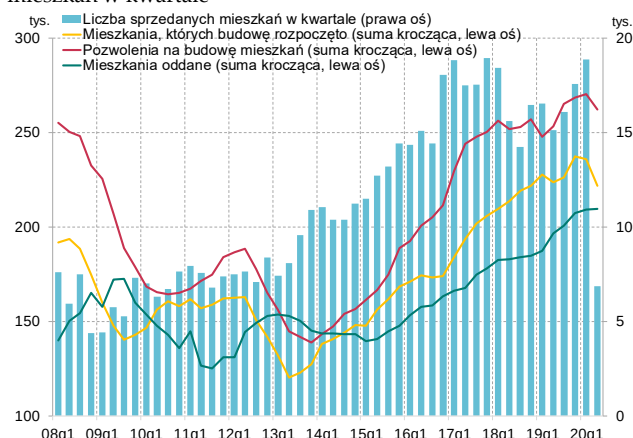
kwartałach liczbie transakcji na rynku mieszkaniowym towarzyszył nieznaczny spadek cen transakcyjnych na rynku pierwotnym i lekki wzrost cen na rynku wtórnym (w ujęciu kwartalnym)⁴¹.

Liczba sprzedanych mieszkań na największych rynkach pierwotnych w II kw. br. była niemal trzykrotnie niższa w porównaniu do poprzednich okresów (Wykres 2.36). Obniżyła się również liczba wydanych pozwoleń na budowę mieszkań oraz rozpoczętych budów, natomiast liczba mieszkań oddanych do użytkowania wciąż rosła. Pomimo spadku aktywności na rynku mieszkaniowym w II kw. br. koszty budowy mieszkań nadal rosły w konsekwencji występującego w poprzednich kwartałach wysokiego popytu budowlanego, który oddziaływał w kierunku wzrostu cen gruntów i materiałów.

Według danych NBP w II kw. 2020 r. średnie ceny transakcyjne – po wzroście w poprzednich kwartałach – obniżyły się na rynku pierwotnym o 1,4% kw/kw, a na rynku wtórnym wzrosły o 2,6% kw/kw (Wykres 2.37)⁴².

Na rynku nieruchomości biurowych w II kw. 2020 r. utrzymywała się wysoka podaż nowych powierzchni, będąca wynikiem wcześniej rozpoczętych budów. Sprzyjały temu utrzymujące się w ostatnich latach wyższe stopy zwrotów z inwestycji w tego typu nieruchomości w Polsce niż za granicą. Przyrost popytu nie był jednak wystarczająco wysoki dla absorpcji nowej podaży i stopa pustostanów⁴³ w dużych miastach nieznacznie wzrosła (do 9%⁴⁴).

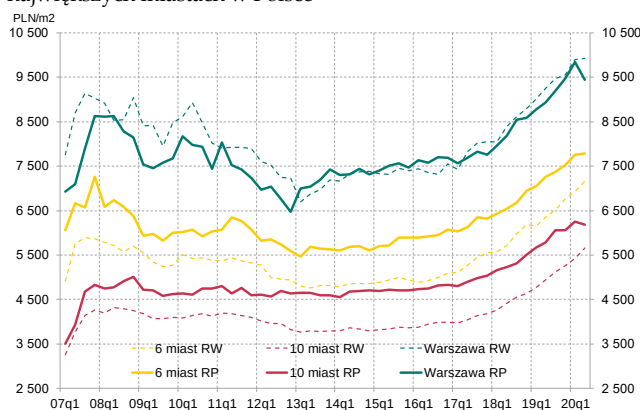
Wykres 2.36 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce (suma dla czterech kwartałów krocząco) oraz liczba sprzedanych nowych mieszkań w kwartale



Źródło: dane GUS, JLL/REAS, obliczenia NBP.

Dane o sprzedaży mieszkań obejmują 6 największych rynków w Polsce (Warszawę, Kraków, Trójmiasto, Wrocław, Poznań i Łódź).

Wykres 2.37 Nominalne ceny transakcyjne mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: dane NBP.

RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie ogółem. Agregat sześciu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Wrocław, zaś dziesięć miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów, Szczecin i Zieloną Górę.

⁴¹ Liczba transakcji na rynku mieszkaniowym w II kw. była obniżona w związku z restrykcjami epidemicznymi. Wraz z niepewnością co do kształtowania się cen w III kw., tj. po pewnym rozluźnieniu restrykcji, wskazuje to na potrzebę zachowania ostrożności we wnioskowaniu o tendencjach zachodzących aktualnie na rynku mieszkaniowym.

⁴² Dane te dotyczą średniej ceny transakcyjnej mieszkania (zł/m²) w 17 miastach (16 stolic województw oraz Gdynia) ważonej zasobem mieszkaniowym. W ujęciu rocznym dynamika cen pozostała dodatnia zarówno na rynku pierwotnym (6,6%), jak i wtórnym (11,3%).

⁴³ Stopa pustostanów to udział powierzchni niewynajętej w całej powierzchni przeznaczonej do wynajmu.

⁴⁴ Por. Raport Colliers Polska Market Insights, I połowa 2020.

Z kolei w segmencie nieruchomości handlowo-usługowych w II kw. 2020 r., podobnie jak w poprzednich okresach, odnotowano jedynie niewielki przyrost nowych powierzchni. Od kilku lat najemcy lokali w obiektach handlowych przestawiają się na handel elektroniczny, co osłabia popyt na najem powierzchni handlowych. W tych warunkach silnie rozwija się natomiast sektor magazynowy. Popyt w tym segmencie generują głównie firmy logistyczne oraz handlowe, w tym zajmujące się handlem elektronicznym.

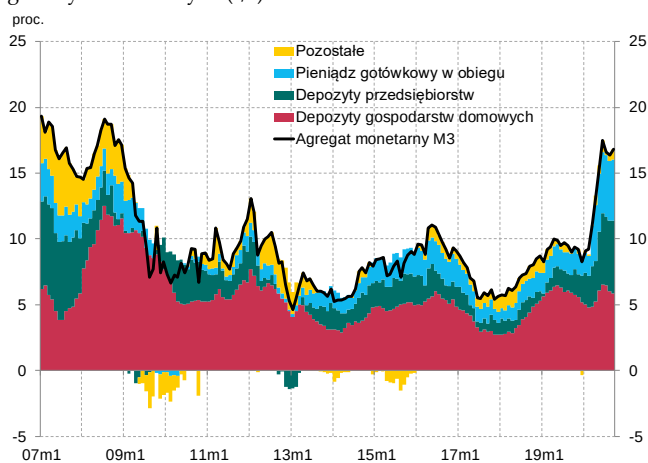
2.6 Pieniądz i kredyt⁴⁵

Od publikacji ostatniego *Raportu* dynamika roczna agregatu M3 ustabilizowała się na relatywnie wysokim poziomie (we wrześniu br. wyniosła 16,8% r/r w porównaniu z 15,6% r/r w maju br.; Wykres 2.38) po wyraźnym wzroście na początku roku, który wynikał głównie ze zwiększenia się dynamiki depozytów przedsiębiorstw i gotówki w obiegu⁴⁶.

Wśród czynników kreacji pieniądza największy udział miał wzrost zadłużenia netto instytucji rządowych szczebla centralnego oraz zadłużenia instytucji finansowych z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych (Wykres 2.39). Do wzrostu obu tych kategorii przyczyniło się finansowanie rządowych działań antykrzysowych.

Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych obniżyła się (do 2,5% r/r we wrześniu br. wobec 3,9% r/r w maju br.), pod wpływem m.in. utrzymującej się niepewności i gorszych niż przed pandemią nastrojów konsumentów (por. rozdz.

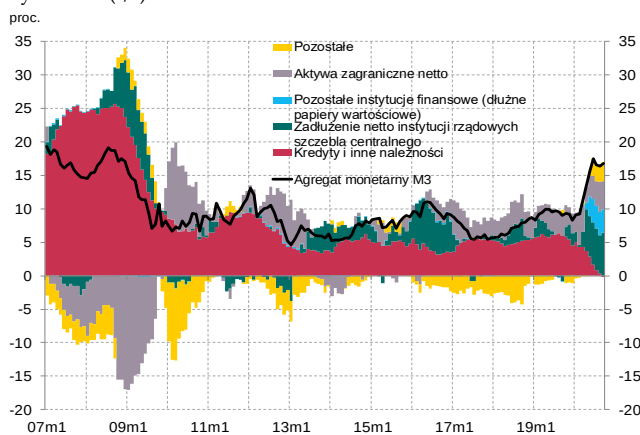
Wykres 2.38 Dynamika agregatu monetarnego M3 oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje depozyty niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji samorządowych, a także operacje z przyrzeczeniem odkupu pomiędzy bankami a sektorem niebankowym oraz emitowane przez banki dłużne papiery wartościowe o terminie zapadalności do 2 lat (włącznie).

Wykres 2.39 Główne czynniki kreacji pieniądza M3 - dynamika (r/r)



Źródło: dane NBP.

Do *Pozostałych instytucji finansowych* zalicza się m.in. Polski Fundusz Rozwoju, fundusze emerytalno-rentowe, instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne.

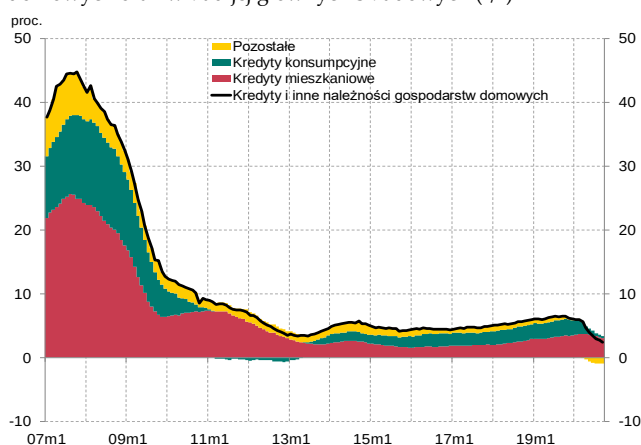
⁴⁵ W niniejszym rozdziale przytaczana w tekście dynamika agregatu monetarnego M3 i kredytów definiowana jest jako dynamika roczna w ujęciu transakcyjnym. Dane dotyczą monetarnych instytucji finansowych.

⁴⁶ Wysoka dynamika gotówki w obiegu wynika przede wszystkim z przejściowego wzrostu wypłat gotówki przez klientów obawiających się wprowadzenia restrykcji sanitarnych i w efekcie utrudnionego dostępu do pieniędzy zgromadzonych na kontach w marcu i kwietniu br. W kolejnych miesiącach miesięczne przyrosty wartości gotówki w obiegu znacznie zmalały i w III kw. br. wyniosły średnio 2,5 mld zł, zatem były zbliżone do średniej z 2019 r. (1,7 mld zł). Z kolei wzrost depozytów przedsiębiorstw jest w dużym stopniu efektem wsparcia płynnościowego udzielonego w ramach rządowych działań antykrzysowych głównie w II kw. br.

2.2.1 *Konsumpcja*; Wykres 2.40). Na obniżenie dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych złożyło się spowolnienie wzrostu kredytów mieszkaniowych (5,4% r/r we wrześniu br. wobec 6,3% r/r w maju br.) oraz kredytów konsumpcyjnych (1,1% r/r wobec 3,5% r/r w maju br.)⁴⁷. Ograniczająco na dynamikę kredytów dla gospodarstw domowych mogło oddziaływać także pewne zaostrenie polityki kredytowej przez banki po wybuchu pandemii COVID-19⁴⁸. Jednocześnie dane Biura Informacji Kredytowej wskazują, że od maja br. stopniowo odbudowuje się popyt gospodarstw domowych na kredyt, w szczególności na kredyty mieszkaniowe i ratalne⁴⁹.

We wrześniu br. dynamika kredytów dla przedsiębiorstw wyniosła -4,2% r/r w porównaniu z 1,5% r/r w maju br. Złożyło się na to pogłębienie spadku wartości kredytów o charakterze bieżącym (-13,3% r/r wobec -2,2% r/r w maju br.) i spowolnienie wzrostu kredytów o charakterze inwestycyjnym (3,0% r/r wobec 5,9% r/r w maju br.; Wykres 2.41). Spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw wynikał w dużym stopniu z ograniczenia popytu na kredyt, w tym dzięki uzyskaniu przez przedsiębiorstwa wsparcia finansowego w ramach rządowych działań antykryzysowych. W kierunku spadku popytu na kredyt oddziaływało również zmniejszenie nakładów inwestycyjnych (por. rozdz. 2.2.2 *Inwestycje*), ograniczenie skali działalności przez część przedsiębiorstw oraz wzrost niepewności⁵⁰. Jednocześnie obniżonemu popytowi na finansowanie bankowe ze strony przedsiębiorstw towarzyszyło pewne zaostrenie polityki

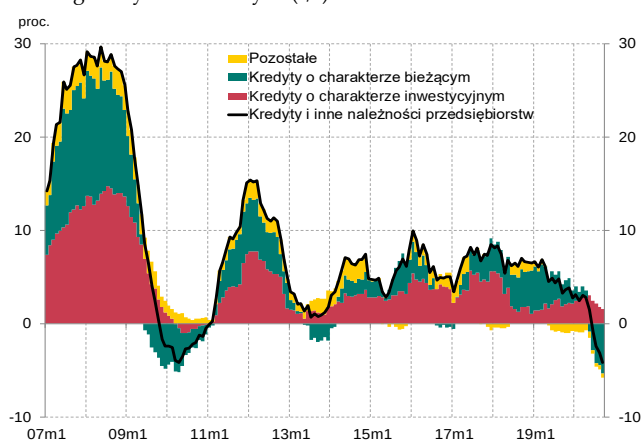
Wykres 2.40 Dynamika kredytów dla sektora gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Pozostałe* obejmuje kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych, kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych oraz rolników indywidualnych oraz inne należności.

Wykres 2.41 Dynamika kredytów dla sektora przedsiębiorstw oraz wkład głównych składowych (r/r)



Źródło: dane NBP.

Kategoria *Kredyty o charakterze inwestycyjnym* obejmuje kredyty inwestycyjne oraz kredyty na nieruchomości. Do kategorii *Pozostałe* zaliczane są m.in. kredyty samochodowe, kredyty na zakup papierów wartościowych oraz inne należności.

⁴⁷ W kategorii kredytów mieszkaniowych rosły kredyty złotowe (o 10,6% r/r), przy dalszym spadku wartości portfela kredytów walutowych (dynamika -7,6% r/r).

⁴⁸ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. III kwartał 2020 r.*, NBP, lipiec 2020 r.; *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych. IV kwartał 2020 r.*, NBP, październik 2020 r.

⁴⁹ <https://media.bik.pl/informacje-prasowe/586309/newsletter-kredytowy-bik-najnowsze-dane-o-sprzedazy-kredytow-w-polsce-2020-10-23>; <https://media.bik.pl/informacje-prasowe/578007/bik-indeks-popytu-na-kredyty-mieszkaniowe-wyniosl-we-wrzesniu-2020-r-5-4>.

⁵⁰ *Aktywność kredytowa sektora przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w okresie pandemii COVID-19. Wybrane zagadnienia*, NBP, wrzesień 2020 r.

kredytowej banków w tym segmencie po wybuchu pandemii.

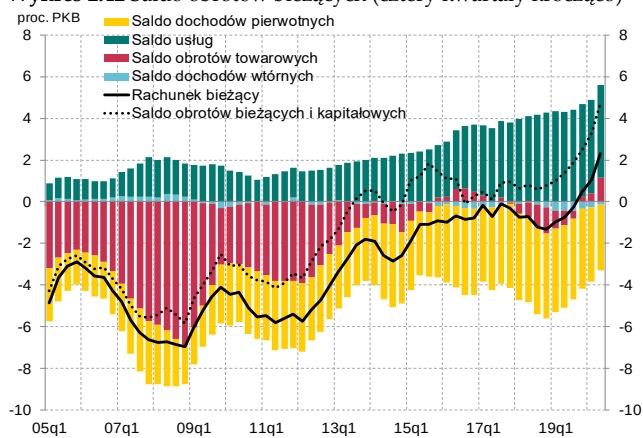
2.7 Bilans płatniczy

W II kw. 2020 r. saldo obrotów bieżących zwiększyło się do 2,3% PKB⁵¹ (z 1,0% PKB w I kw. br.; Wykres 2.42)⁵². Największy wpływ na zmianę salda miało znacząco wyższe niż przed rokiem saldo obrotów towarowych, jak również poprawa salda dochodów pierwotnych.

Wzrost salda obrotów towarowych w II kw. wynikał z głębszego spadku importu niż eksportu (o odpowiednio 18,7% r/r i 11,6% r/r; por. rozdz. 2.2.5 *Handel zagraniczny*). Saldo dochodów pierwotnych poprawiło się względem II kw. ub.r. przede wszystkim na skutek spadku dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich w Polsce. Spadek ten był spowodowany pogorszeniem się wyników finansowych przedsiębiorstw w warunkach pandemii COVID-19 (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa przedsiębiorstw*). Z kolei saldo usług było niższe niż rok wcześniej, przy głębokich spadkach zarówno przychodów, jak i rozchodów z tytułu handlu usługami (spadek przychodów o 16,1% r/r, rozchodów o 20,0% r/r), w szczególności odnotowanych w kategorii „podróże zagraniczne”. Jednocześnie w ujęciu sumy czterech kwartałów krocąco saldo usług w relacji do PKB w II kw. br. utrzymało się na wysokim poziomie (4,4% PKB).

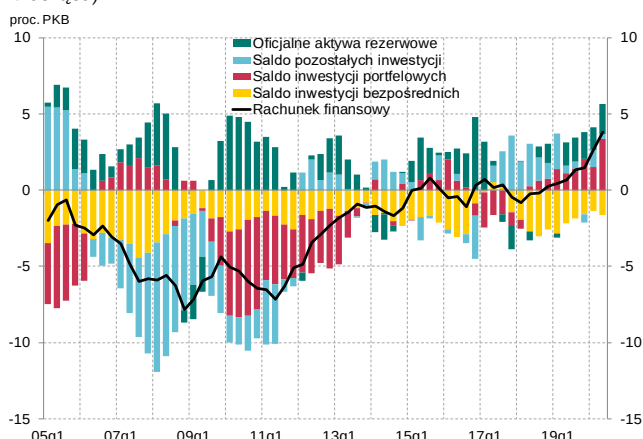
Nadwyżka na rachunku kapitałowym – która wynika z napływu środków unijnych – w II kw. br. wzrosła do 2,4% PKB (z 2,2% PKB w I kw. br.). Wraz ze zwiększeniem się salda rachunku bieżącego, złożyło się to na wzrost łącznego salda obrotów bieżących i kapitałowych do 4,7% PKB (z 3,3% PKB w I kw. br.).

Wykres 2.42 Saldo obrotów bieżących (cztery kwartały krocąco)



Źródło: dane NBP.

Wykres 2.43 Saldo obrotów finansowych (cztery kwartały krocąco)



Źródło: dane NBP.

Dodatnia wartość salda oznacza zwiększenie polskich aktywów netto (odpływ netto kapitału z Polski).

⁵¹ W niniejszym rozdziale dane o bilansie płatniczym w relacji do PKB są prezentowane w ujęciu sumy czterech kwartałów krocąco.

⁵² W lipcu i sierpniu saldo rachunku bieżącego było o 14,7 mld PLN wyższe niż przed rokiem, co może wskazywać na dalszą poprawę salda w relacji do PKB w III kw. br.

W II kw. br. saldo rachunku finansowego zwiększyło się do 3,8% PKB (wobec 2,7% PKB w I kw. br.; Wykres 2.43)⁵³, co oznacza zwiększenie aktywów zagranicznych netto Polski. Przyczynił się do tego przede wszystkim wzrost salda inwestycji portfelowych, w głównej mierze na skutek obniżenia się pasywów z tytułu dłużnych papierów wartościowych⁵⁴. Na zwiększenie salda rachunku finansowego wpłynęło również dodatnie i wyższe niż przed rokiem saldo transakcji zarejestrowanych w oficjalnych aktywach rezerwowych⁵⁵. W przeciwnym kierunku oddziaływały z kolei niższe niż przed rokiem saldo inwestycji bezpośrednich i inwestycji pozostałych⁵⁶.

Wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w II kw. br. świadczą o dalszej poprawie stopnia zrównoważenia polskiej gospodarki (Tabela 2.4). Ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski i poziom zadłużenia zagranicznego w odniesieniu do PKB w II kw. poprawiły się.

Tabela 2.4 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w proc., o ile nie zaznaczono inaczej)

	2018				2019				2020	
	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB	-0,8	-0,7	-1,2	-1,3	-1,0	-0,8	-0,3	0,5	1,0	2,3
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	0,6	0,8	0,6	0,8	1,0	1,4	1,9	2,5	3,3	4,7
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB	3,5	3,4	3,1	3,0	3,5	3,7	4,0	4,7	4,9	5,6
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	4,8	4,7	4,6	4,8	4,6	4,6	5,0	5,1	5,2	5,2
Zadłużenie zagr./PKB	67	67	65	64	62	61	61	59	59	58
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-60	-57	-58	-56	-55	-54	-52	-49	-46	-45
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku plus prognozowane saldo obrotów bieżących	102	98	98	115	114	123	148	165	166	166
Oficjalne aktywa rezerwowe/ Zadłużenie zagr. wymagalne w ciągu 1 roku	106	102	99	112	108	105	111	118	118	124

Źródło: dane NBP.

Dwa ostatnie wskaźniki uwzględniają zadłużenie zagraniczne oraz poziom rezerw na koniec prezentowanego okresu.

⁵³ W lipcu i sierpniu saldo rachunku finansowego było o 4,0 mld PLN wyższe niż przed rokiem, co może wskazywać na dalszą poprawę salda w relacji do PKB w III kw. br.

⁵⁴ Obniżenie się pasywów wynikało przede wszystkim z terminowego wykupu skarbowych papierów wartościowych emisji zagranicznej, a także – choć w mniejszym stopniu – ze zmniejszenia przez nierezydentów portfela obligacji nominowanych w PLN.

⁵⁵ Wyższe saldo wynikało z transakcji własnych NBP oraz transakcji zrealizowanych na zlecenie Ministerstwa Finansów i Komisji Europejskiej.

⁵⁶ Niższe saldo inwestycji bezpośrednich wynikało ze spadku aktywów, w szczególności z ujemnego salda transakcji instrumentów dłużnych. Z kolei do niższego salda pozostałych inwestycji przyczynił się wzrost pasywów wynikający z przeprowadzanych przez NBP transakcji *repo*, przy jednoczesnym spadku aktywów na skutek wycofania przez polskich rezydentów środków z banków za granicą.

3. Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2020 r.

Na posiedzeniach w okresie od lipca do listopada 2020 r. Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 0,10%, stopa lombardowa 0,50%, stopa depozytowa 0,00%, stopa redyskontowa weksli 0,11%, stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Poniżej przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w okresie od lipca do września br., a także *Informacje po posiedzeniach Rady Polityki Pieniężnej* w październiku i listopadzie br.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 lipca 2020 r.

Dyskutując na temat bieżącej sytuacji gospodarczej członkowie Rady zwracali uwagę, że pandemia COVID-19 przyczyniła się do spadku aktywności gospodarczej na świecie. Jednocześnie podkreślano, że dane dotyczące ostatniego okresu wskazują na postępującą – wraz ze stopniowym łagodzeniem restrykcji – poprawę nastrojów oraz ożywienie aktywności w wielu gospodarkach. Oceniano, że wzrost aktywności – po jej silnym spadku – wynika częściowo z ponownego podjęcia przez firmy zawieszonych wcześniej działalności oraz realizacji odłożonego popytu konsumpcyjnego. Podkreślano, że w kierunku wzrostu aktywności oddziaływały także podjęte w wielu gospodarkach działania fiskalne, a także towarzyszące im poluzowanie polityki pieniężnej, w tym poprzez obniżenie stóp procentowych oraz skup aktywów. Zaznaczano, że działania te łagodzą wpływ pandemii na sytuację finansową firm i – w efekcie – na sytuację na rynku pracy.

Odnosząc się do perspektyw koniunktury w gospodarce światowej wskazywano, że aktualne prognozy sygnalizują dalszą jej poprawę koniunktury w II połowie br. Większość członków Rady oceniała przy tym, że wzrost aktywności w kolejnych miesiącach może być wolniejszy niż bezpośrednio po zniesieniu restrykcji. Zwracali oni uwagę, że prognozy przewidują jedynie

stopniowy powrót do poziomu aktywności notowanej przed pandemią. Członkowie Rady podkreślali także, że utrzymuje się podwyższona niepewność dotycząca tempa i trwałości poprawy koniunktury na świecie w kolejnych kwartałach. Do najważniejszych czynników niepewności należy dalszy rozwój sytuacji epidemiologicznej na świecie, a także skala dostosowania sektora przedsiębiorstw i rynku pracy do możliwego zakończenia programów stymulujących koniunkturę. Zaznaczano przy tym, że dotychczas główne banki centralne nie sygnalizowały możliwości ograniczenia skali ekspansji monetarnej, a uczestnicy rynków finansowych nie oczekują zacieśnienia polityki pieniężnej przez wiele kwartałów.

Obserwowanemu w ostatnim czasie osłabieniu pesymizmu przedsiębiorstw i gospodarstw domowych towarzyszyła w ostatnich tygodniach pewna poprawa nastrojów na światowych rynkach finansowych. Jednocześnie wzrosły ceny części surowców, pozostając jednak na wyraźnie niższych poziomach niż na początku roku. W szczególności ceny ropy naftowej – mimo pewnego wzrostu – utrzymały się na niskim poziomie, do czego – w opinii niektórych członków Rady – przyczyniło się obniżenie popytu na ten surowiec w następstwie załamania aktywności gospodarczej na świecie, a także sygnalizowane zakończenie współpracy dotyczącej ograniczania produkcji tego surowca

między Rosją i Arabią Saudyjską. Członkowie Rady zaznaczali, że niskie ceny surowców wraz z obniżeniem aktywności gospodarczej oddziałują w kierunku utrzymywania się niskiej inflacji w wielu krajach, w tym u głównych partnerów handlowych Polski.

W Polsce napływające informacje sugerują, że po wcześniejszym silnym osłabieniu koniunktury, w ostatnim okresie następowała stopniowa poprawa nastrojów oraz ożywienie aktywności gospodarczej. Zwracano uwagę, że w maju – wraz ze zniesieniem części restrykcji związanych z pandemią – zanotowano silny wzrost sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej w ujęciu miesięcznym. Większość członków Rady zaznaczała przy tym, że aktywność pozostała niższa niż przed rokiem, a tempo jej poprawy w kolejnych miesiącach może się obniżyć. Podkreślano także, że nadal osłabiona aktywność gospodarcza wpływa negatywnie na sytuację na rynku pracy na co wskazuje dalszy, choć ograniczony spadek zatrudnienia i wyraźne obniżenie dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach.

Członkowie Rady oceniali, że w kolejnych miesiącach można oczekiwać dalszego ożywienia aktywności gospodarczej. Oceniano, że na taki scenariusz wskazują także wyniki lipcowej projekcji NBP. Wyrażano opinię, że krajowa aktywność będzie wspierana przez poprawę koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oraz działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowania polityki pieniężnej NBP. Oceniano, że pozytywnie na tempo wzrostu gospodarczego w III kw. mogą oddziaływać zwiększone wydatki konsumpcyjne związane ze znacznym wzrostem liczby konsumentów spędzających wakacje w kraju.

Jednocześnie większość członków Rady wyrażała opinię, że – jak wskazuje lipcowa projekcja NBP – poprawa koniunktury w kolejnych kwartałach będzie jedynie stopniowa. Członkowie ci wskazywali, że skala oczekiwanego ożywienia

aktywności może być ograniczana przez niepewność dotyczącą skutków pandemii, niższe dochody oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje podmiotów gospodarczych, a także brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że tempo wzrostu gospodarczego może być niższe niż wskazuje lipcowa projekcja. Według tych członków Rady dynamika PKB będzie ograniczana przez prawdopodobny wzrost oszczędności przezornościowych następujący w warunkach oczekiwanego obniżenia się dynamiki dochodów gospodarstw domowych oraz przez utrzymujący się osłabiony popyt inwestycyjny. Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że ożywienie gospodarcze może następować szybciej niż przewiduje projekcja, ze względu na pozytywny wpływ na PKB dużych projektów infrastrukturalnych.

Inflacja CPI w Polsce wyniosła w czerwcu – według wstępnego szacunku GUS – 3,3% r/r. Większość członków Rady oceniła, że wzrost inflacji w czerwcu miał przejściowy charakter i wynikał prawdopodobnie z dostosowania cen usług do podwyższonego popytu – wynikającego z realizacji zakupów wstrzymywanych w czasie obowiązywania restrykcji – oraz wprowadzenia przez część usługodawców tzw. opłaty sanitarnej. Członkowie ci wyrażali opinię, że – jak wskazuje lipcowa projekcja NBP – w kolejnych miesiącach dynamika cen będzie się prawdopodobnie obniżać. Do obniżenia inflacji przyczyni się wyraźnie niższa niż w poprzednich latach dynamika wynagrodzeń, oczekiwany wzrost stopy bezrobocia, nasilająca się w warunkach osłabionego popytu konkurencja cenowa wśród firm, a także niska prognozowana inflacja za granicą. Według tych członków Rady na prawdopodobny spadek inflacji w dalszej części roku wskazują także oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw, które w ostatnim czasie obniżyły się.

Niektórzy członkowie Rady oceniali natomiast, że inflacja może być wyższa niż wskazuje lipcowa projekcja NBP. Członkowie ci zwracali uwagę na podwyższone w ostatnim okresie odczyty inflacji z wyłączeniem cen żywności i energii oceniając, że inflacja bazowa pozostanie relatywnie wysoka także w kolejnych miesiącach. Wskazywali oni, że w kierunku szybszego wzrostu cen będzie oddziaływać realizacja zakupów odłożonych na czas obowiązywania restrykcji, a także wyraźny wzrost cen administrowanych i – potencjalnie – cen energii elektrycznej. W opinii tych członków Rady inflacja może być dodatkowo podwyższana przez wyższe ceny żywności wynikające z możliwej suszy rolniczej oraz – w dłuższym okresie – wzrost cen półproduktów związany z możliwym procesem deglobalizacji. Członkowie ci oceniali ponadto, że oczekiwania inflacyjne konsumentów i przedsiębiorstw – mimo pewnego obniżenia – pozostają podwyższone.

Członkowie Rady zaznaczali, że dotychczasowe działania NBP przyczyniły się do złagodzenia warunków finansowania w Polsce. Podkreślano w szczególności, że obniżki stóp procentowych przełożyły się na zmniejszenie kosztów funkcjonowania zadłużonych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, co stanowi wsparcie dla budżetów tych podmiotów. Oceniano także, że obniżki stóp NBP znalazły odzwierciedlenie w niższych rentownościach obligacji skarbowych. Podkreślano, że efekt ten jest wzmacniany przez prowadzony skup aktywów. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że w reakcji na spadek stóp NBP banki komercyjne obniżyły także oprocentowanie depozytów. W opinii tych członków Rady, obniżenie oprocentowania lokat bankowych w warunkach związanego z pandemią wzrostu oszczędności części gospodarstw domowych, przyczynia się do istotnego zwiększenia depozytów bieżących kosztem depozytów terminowych oraz poszukiwania bardziej ryzykownych form lokowania oszczędności. Niektórzy członkowie Rady podkreślali ponadto, że poluzowanie

polityki pieniężnej wpłynęło na obniżenie krótkoterminowych stóp procentowych w większej skali niż stóp długoterminowych.

Większość członków Rady oceniała, że obniżki stóp procentowych – poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową zadłużonych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych – będą wspierały stabilność sektora bankowego. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali jednak, że mogą się one przyczynić do pogorszenia wyników odsetkowych banków. Członkowie ci zwracali także uwagę, że banki mogą dążyć do poprawy wyników finansowych poprzez podwyżki opłat i prowizji.

Członkowie Rady byli zdania, że – po wcześniejszym wyraźnym obniżeniu stóp procentowych oraz uruchomieniu skupu aktywów – na obecnym posiedzeniu należy utrzymać niezmienny poziom stóp procentowych oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP. Wskazywano, że dokonane poluzowanie polityki pieniężnej NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, ograniczając skalę spadku aktywności gospodarczej oraz wspierając dochody gospodarstw domowych i firm. W efekcie polityka pieniężna NBP przyczynia się do ograniczenia spadku zatrudnienia oraz pogorszenia sytuacji finansowej firm, oddziałując w kierunku szybszego ożywienia gospodarczego po zakończeniu pandemii. Działania NBP ograniczają ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie oraz – poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców – oddziałują w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 0,10%; stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 15 września 2020 r.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że dane dotyczące PKB w II kw. br. w wielu gospodarkach potwierdziły silny spadek aktywności, w tym w najbliższym otoczeniu polskiej gospodarki. W szczególności, PKB w strefie euro obniżył się o 14,7% r/r. Wskazywano, że w lipcu i sierpniu br. nastroje w wielu gospodarkach się poprawiły wraz z luzowaniem restrykcji epidemicznych. Sprzyjały temu także podjęte działania fiskalne i towarzyszące im poluzowanie polityki pieniężnej. Członkowie Rady oceniali również, że w kierunku wyższej aktywności w tym okresie oddziaływał wzrost popytu gospodarstw domowych na dobra i usługi, który nie mógł być wcześniej zrealizowany ze względu na obowiązujące restrykcje.

Członkowie Rady podkreślali, że aktywność gospodarcza na świecie, w szczególności produkcja przemysłowa w wielu gospodarkach oraz handel światowy, wciąż znajduje się poniżej poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii. Zwracano uwagę, że aktualne prognozy wskazują, iż w II połowie br. nastąpi dalsza poprawa koniunktury w gospodarce światowej, jednak poziom aktywności pozostanie niższy niż przed pandemią. Jednocześnie podkreślano, że utrzymuje się niepewność dotycząca tempa i trwałości poprawy globalnej koniunktury. Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje przy tym dalszy przebieg pandemii i jej wpływ na gospodarkę. W tym kontekście członkowie Rady wskazywali, że liczba nowych zakażeń koronawirusem na świecie ponownie rośnie i w wielu krajach przekroczyła poziom z marca lub kwietnia br. W efekcie niektóre kraje decydują się na ponowne wprowadzenie lub zaostrzenie restrykcji epidemicznych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że według aktualnych prognoz aktywność gospodarcza w największych gospodarkach, w tym w najbliższym otoczeniu Polski, powróci do

poziomów sprzed pandemii dopiero w 2022 r. Oceniano przy tym, że ograniczająco na aktywność gospodarczą na świecie w kolejnych kwartałach będzie wpływać – oprócz wysokiej niepewności – pogorszenie się sytuacji na rynkach pracy, spadek handlu światowego oraz wzrost zadłużenia, który choć obecnie pomaga złagodzić skutki kryzysu gospodarczego, to w dłuższej perspektywie może spowalniać dynamikę wzrostu.

Zgodnie z aktualnymi prognozami, inflacja na świecie ma pozostać niska, czemu sprzyjać będzie – oprócz obniżonej aktywności gospodarczej – także wcześniejszy spadek cen surowców na rynkach światowych. Zwracano w tym kontekście uwagę, że roczna dynamika cen w strefie euro w sierpniu br. obniżyła się poniżej zera.

Członkowie Rady wskazywali, że biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania makroekonomiczne, główne banki centralne sygnalizują utrzymywanie stóp procentowych na poziomie zbliżonym do zera oraz kontynuację skupu aktywów w kolejnych kwartałach. Zwracano w tym kontekście uwagę, że Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych w ostatnim czasie de facto podwyższyła swój cel inflacyjny na kolejne lata, przez co zasygnalizowała, że jeszcze przez dłuższy czas nie będzie zacieśniała polityki pieniężnej.

W Polsce w II kw. br. nastąpił wyraźny – choć niższy niż w wielu pozostałych krajach Unii Europejskiej – spadek PKB. Członkowie Rady podkreślali, że choć silnie obniżył się zarówno popyt krajowy, w tym konsumpcja prywatna i inwestycje, jak i eksport, to spadek PKB był mniejszy niż prognozowano. Wskazywano jednocześnie, że w II kw. br. nastąpił spadek liczby pracujących oraz obniżenie dynamiki wynagrodzeń w gospodarce.

Członkowie Rady oceniali, że napływające dane wskazują, że w ostatnich miesiącach nastąpiła poprawa nastrojów oraz ożywienie aktywności

gospodarczej, choć poziom PKB w III kw. br. pozostanie niższy niż przed rokiem. Wskazywano, że roczna dynamika sprzedaży detalicznej, produkcji przemysłowej i eksportu była w lipcu już dodatnia, jednak pogłębił się spadek produkcji budowlano-montażowej. Zwracano uwagę, że w sierpniu wskaźniki ocen koniunktury formułowanych przez przedsiębiorstwa i konsumentów – po wcześniejszym wzroście – obniżyły się. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że badania ankietowe przedsiębiorstw pokazują, że ich aktywność inwestycyjna pozostanie ograniczona. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że oczekiwany wzrost konsumpcji i eksportu, a także realizacja projektów infrastrukturalnych ze środków publicznych będą oddziaływać w kierunku wzrostu inwestycji.

Członkowie Rady oceniali, że w kolejnych miesiącach można oczekiwać kontynuacji ożywienia aktywności gospodarczej. Sprzyjać jej będzie dalsza poprawa koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oraz działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP. Jednocześnie oceniano, że skala ożywienia aktywności może być ograniczana przez niepewność dotyczącą dalszego przebiegu i skutków pandemii, która może oddziaływać negatywnie na konsumpcję, inwestycje oraz akcję kredytową. Członkowie Rady wskazywali również, że skalę ożywienia gospodarczego może ograniczać też niższa dynamika wynagrodzeń oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje podmiotów gospodarczych. Większość członków Rady oceniała przy tym, że ryzyka dla wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach są skierowane głównie w dół. Większość członków Rady była zdania, że tempo ożywienia gospodarczego może być także ograniczane przez brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP.

Członkowie Rady podkreślali, że ważnym elementem, który będzie determinował koniunkturę w kolejnych kwartałach, pozostanie sytuacja na rynku pracy. Wskazywano w tym kontekście, że w ostatnich miesiącach wyraźnie obniżyła się dynamika płac, natomiast spadek liczby pracujących oraz wzrost bezrobocia był ograniczony. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę, że wraz z wygaszaniem instrumentów tarczy antykryzysowej możliwe jest większe dostosowanie zatrudnienia do obniżonego popytu w gospodarce, co negatywnie oddziaływałoby na nastroje gospodarstw domowych i ich konsumpcję. Wskazywano w tym kontekście, że w ostatnim czasie nastąpił wzrost obaw ankietowanych gospodarstw domowych dotyczących bezrobocia.

Odnosząc się do inflacji, członkowie Rady zwracali uwagę na jej obniżenie do 2,9% r/r w sierpniu br. Wskazywano przy tym, że roczny wskaźnik CPI był w sierpniu o 1,8 punktu procentowego niższy niż w lutym br. Część członków Rady podkreślała, że utrzymuje się ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że inflacja bazowa oraz dynamika cen usług utrzymują się na poziomie wyższym niż inflacja CPI.

Większość członków Rady oceniała, że w kolejnych kwartałach można oczekiwać dalszego obniżenia się inflacji, czemu sprzyjać będzie utrzymywanie się ujemnej luki popytowej, wyższe bezrobocie, niższa dynamika płac oraz brak impulsów inflacyjnych z zagranicy. Na dalsze obniżenie inflacji w kolejnych kwartałach wskazują również prognozy zewnętrzne. Członkowie ci oceniali, że choć niektóre czynniki regulacyjne mogą oddziaływać w kierunku wzrostu cen, to ich wpływ na inflację będzie prawdopodobnie mniejszy niż w bieżącym roku. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że inflacja w kolejnych kwartałach może pozostać zbliżona do poziomu obserwowanego

obecnie, co może wynikać z utrzymywania się podwyższonej dynamiki cen usług, oddziaływania czynników regulacyjnych oraz możliwego wzrostu cen surowców.

Członkowie Rady wskazywali na spowolnienie rocznej dynamiki akcji kredytowej w gospodarce. W tym kontekście zwracano szczególną uwagę na spadek dynamiki kredytów dla sektora przedsiębiorstw. Podkreślano, że spadek ten wynikał w dużym stopniu z niższego popytu przedsiębiorstw na kredyty obrotowe, który można wiązać z pozyskaniem przez firmy środków finansowych w ramach tarczy antykryzysowej. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że spadek akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w ostatnich miesiącach ma charakter cykliczny, a badane przedsiębiorstwa nie wskazują na pogorszenie dostępności kredytu bankowego. Niektórzy członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na raportowane przez banki zaostreżenie kryteriów polityki kredytowej.

Członkowie Rady zaznaczali, że dotychczasowe działania NBP przyczyniły się do złagodzenia warunków finansowania w Polsce. Podkreślano w szczególności, że obniżki stóp procentowych przełożyły się na zmniejszenie kosztów funkcjonowania zadłużonych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, a w efekcie stanowiły wsparcie dla budżetów tych podmiotów. Oceniano także, że obniżki stóp NBP znalazły odzwierciedlenie w niższych rentownościach obligacji skarbowych. Podkreślano, że efekt ten jest wzmacniany przez prowadzony przez NBP skup aktywów.

Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w reakcji na spadek stóp NBP banki komercyjne obniżyły także oprocentowanie depozytów. W opinii tych członków Rady, obniżenie oprocentowania lokat bankowych przyczynia się do zwiększenia depozytów bieżących kosztem depozytów terminowych oraz poszukiwania bardziej ryzykownych form lokowania oszczędności, w tym na rynku nieruchomości.

Większość członków Rady oceniała jednak, że na rynku nieruchomości nie narastają nierównowagi, które mogłyby stanowić zagrożenie dla stabilności makroekonomicznej lub finansowej.

Większość członków Rady oceniała, że obniżki stóp procentowych – poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową zadłużonych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych – będą wspierały stabilność sektora bankowego. Członkowie ci oceniali również, że sektor bankowy charakteryzuje się wysokimi współczynnikami kapitałowymi i wysoką płynnością, a marże kredytowe pozostają relatywnie wysokie, co stwarza dogodne warunki dla banków do zwiększenia akcji kredytowej. Wskazywano, że czynnikiem ograniczającym obecnie akcję kredytową jest natomiast wzrost ryzyka w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że rośnie liczba banków notujących straty.

Członkowie Rady byli zdania, że po wcześniejszym wyraźnym obniżeniu stóp procentowych oraz uruchomieniu skupu aktywów, na obecnym posiedzeniu należy utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie oraz kontynuować pozostałe działania podjęte przez NBP. Wskazywano, że dokonane poluzowanie polityki pieniężnej NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, ograniczając skalę spadku aktywności gospodarczej oraz wspierając dochody gospodarstw domowych i firm. W efekcie polityka pieniężna NBP przyczynia się do ograniczenia spadku zatrudnienia oraz pogorszenia sytuacji finansowej firm, oddziałując w kierunku szybszego ożywienia gospodarczego. Działania NBP ograniczają ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie oraz – poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców – oddziałują w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa

referencyjna 0,10%; stopa lombardowa 0,50%; stopa depozytowa 0,00%; stopa redyskontowa weksli 0,11%; stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 października 2020 r.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie : stopa referencyjna 0,10%, stopa lombardowa 0,50%, stopa depozytowa 0,00%, stopa redyskontowa weksli 0,11%, stopa dyskontowa weksli 0,12%.

NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Terminy oraz skala prowadzonych operacji będą uzależnione od warunków rynkowych.

NBP będzie także oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

Napływające dane potwierdzają, że po silnym spadku globalnego PKB w II kw. br., w ostatnich miesiącach następowało ożywienie aktywności gospodarczej. Poprawie koniunktury sprzyjało dokonane wcześniej poluzowanie restrykcji epidemicznych, podjęte działania fiskalne, a także towarzyszące im poluzowanie polityki pieniężnej, w tym poprzez obniżenie stóp procentowych oraz skup aktywów. Mimo ożywienia koniunktury, aktywność gospodarcza w większości krajów pozostaje niższa niż przed wybuchem pandemii. W ostatnim okresie odnotowano ponowny wzrost liczby zachorowań na COVID-19. W efekcie wzrosła niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii, a także tempa i trwałości poprawy globalnej koniunktury.

Wzrost liczby zachorowań przyczynił się do pewnego pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, co

znalazło odzwierciedlenie między innymi w osłabieniu walut gospodarek wschodzących. Ceny surowców na rynkach światowych pozostają wyraźnie niższe niż na początku roku. Wraz z obniżoną aktywnością gospodarczą oddziałuje to w kierunku utrzymywania się niskiej dynamiki cen w wielu krajach, w tym u głównych partnerów handlowych Polski.

W Polsce napływające dane wskazują na ożywienie aktywności gospodarczej w III kw., następujące po wyraźnym spadku PKB w II kw. Jednocześnie dane o sprzedaży detalicznej i produkcji za sierpień sugerują, że w ostatnim czasie tempo odbudowy aktywności spowolniło wobec poprzednich miesięcy. Towarzyszy temu stabilizacja liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw, przy utrzymującej się na poziomie wyraźnie niższym niż przed pandemią dynamice wynagrodzeń w tym sektorze. Jednocześnie inflacja we wrześniu – według szybkiego szacunku GUS – wyniosła 3,2% r/r.

Można oczekiwać, że w kolejnych miesiącach kontynuowane będzie ożywienie aktywności gospodarczej, choć jego tempo może być wolniejsze niż dotychczas. Pozytywnie na koniunkturę będą oddziaływać dotychczasowe działania ze strony polityki gospodarczej, w tym poluzowanie polityki pieniężnej NBP. Wzrost aktywności może być natomiast ograniczany przez wysoką niepewność dotyczącą dalszego przebiegu i skutków pandemii oraz słabsze niż w poprzednich latach nastroje podmiotów gospodarczych. Istotny wpływ na dynamikę aktywności będzie miało także kształtowanie się koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Tempo ożywienia gospodarczego może być także ograniczane przez brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP.

NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez

Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Celem tych operacji jest zmiana długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym, zapewnienie płynności rynku wtórnego skupowanych papierów wartościowych oraz wzmocnienie oddziaływania obniżenia stóp procentowych NBP na gospodarkę, tj. wzmocnienie mechanizmu transmisji monetarnej. Terminy oraz skala prowadzonych operacji będą uzależnione od warunków rynkowych.

NBP będzie także nadal oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

Poluzowanie polityki pieniężnej NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, wspiera ożywienie gospodarcze oraz ogranicza ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie. Poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców oddziałuje także w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 listopada 2020 r.

Rada podjęła decyzję o utrzymaniu stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 0,10%, stopa lombardowa 0,50%, stopa depozytowa 0,00%, stopa redyskontowa weksli 0,11%, stopa dyskontowa weksli 0,12%.

NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Terminy oraz skala prowadzonych operacji będą uzależnione od warunków rynkowych.

NBP będzie także oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

Napływające dane potwierdzają, że po silnym spadku globalnego PKB w II kw. br., w III kw. nastąpiło ożywienie aktywności gospodarczej. Poprawie koniunktury sprzyjało dokonane wcześniej poluzowanie restrykcji epidemicznych, podjęte działania fiskalne, a także towarzyszące im poluzowanie polityki pieniężnej, w tym obniżenie stóp procentowych oraz skup aktywów przez banki centralne. Mimo poprawy koniunktury, aktywność gospodarcza w większości krajów pozostała poniżej poziomu sprzed wybuchu pandemii.

W ostatnim okresie odnotowano jednak silny wzrost liczby zakażeń COVID-19. W efekcie wiele państw ponownie zaostryło restrykcje epidemiczne, jednocześnie wzrosła niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii, a także perspektyw globalnej koniunktury.

Wzrost liczby zakażeń przyczynił się także do pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, co znalazło odzwierciedlenie między innymi w osłabieniu walut gospodarek wschodzących. Ceny surowców na rynkach światowych pozostają wyraźnie niższe niż na początku bieżącego roku. Wraz z obniżoną aktywnością gospodarczą oddziałuje to w kierunku utrzymywania się niskiej dynamiki cen w wielu krajach, w tym u głównych partnerów handlowych Polski.

W Polsce napływające dane także potwierdzają, że w III kw. nastąpiło wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej po silnym spadku PKB w II kw. Wskazują na to w szczególności dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej we wrześniu. Towarzyszyła temu pewna poprawa sytuacji na rynku pracy, w tym wzrost dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Jednocześnie inflacja w październiku – według

szybkiego szacunku GUS – obniżyła się do 3,0% r/r (wobec 3,2% r/r we wrześniu).

Silny wzrost liczby zakażeń COVID-19 w ostatnim czasie oraz zaostrzenie restrykcji epidemicznych przyczynią się do ponownego wyraźnego osłabienia koniunktury w IV kw. br. W szczególności negatywnie na krajową koniunkturę wpływać będzie obniżenie aktywności w sektorze usług, wprowadzone ograniczenia w handlu, zwiększona niepewność dotycząca dalszego przebiegu i skutków pandemii oraz pogorszenie nastrojów podmiotów gospodarczych. Krajowa aktywność gospodarcza może być także ograniczana przez pogorszenie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki oraz brak wyraźnego i trwalszego dostosowania kursu złotego do globalnego wstrząsu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP. Spadek aktywności gospodarczej będzie natomiast ograniczany przez działania ze strony polityki gospodarczej, w tym dokonane poluzowanie polityki pieniężnej NBP.

Rada zapoznała się z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB z modelu NECMOD. Zgodnie z projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 4 listopada 2020 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,4–3,5% w 2020 r. (wobec 2,9–3,6% w projekcji z lipca 2020 r.), 1,8–3,2% w 2021 r. (wobec 0,3–2,2%) oraz 1,6–3,6% w 2022 r. (wobec 0,6–2,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -4,1 – -3,0% w 2020 r. (wobec -7,2 – -4,2% w projekcji z lipca 2020 r.), 0,8–4,5% w 2021 r. (wobec 2,1–6,6%) oraz 3,8–7,8% w 2022 r. (wobec 1,9–6,0%).

NBP będzie nadal prowadził operacje zakupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Celem

tych operacji jest zmiana długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym, zapewnienie płynności rynku wtórnego skupowanych papierów wartościowych oraz wzmocnienie oddziaływania obniżenia stóp procentowych NBP na gospodarkę, tj. wzmocnienie mechanizmu transmisji monetarnej. Terminy oraz skala prowadzonych operacji będą uzależnione od warunków rynkowych.

NBP będzie także nadal oferował kredyt wekslowy przeznaczony na refinansowanie kredytów udzielanych przedsiębiorcom przez banki.

Polityka pieniężna NBP łagodzi negatywne skutki pandemii, wspiera aktywność gospodarczą oraz stabilizuje inflację na poziomie zgodnym ze średniookresowym celem inflacyjnym NBP. Poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców oddziałuje także w kierunku wzmocnienia stabilności systemu finansowego.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – listopad 2020*, a także *Opinię do projektu Ustawy budżetowej na rok 2021*.

4. Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Departamencie Analiz Ekonomicznych (DAE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Piotr Szpunar, Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych NBP. Prace koordynowane były przez Wydział Prognoz i Projekcji DAE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2020 r. do IV kw. 2022 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2020 r.

Projekcja została przygotowana na podstawie danych dostępnych do 4 listopada 2020 r. (*cut-off date*).

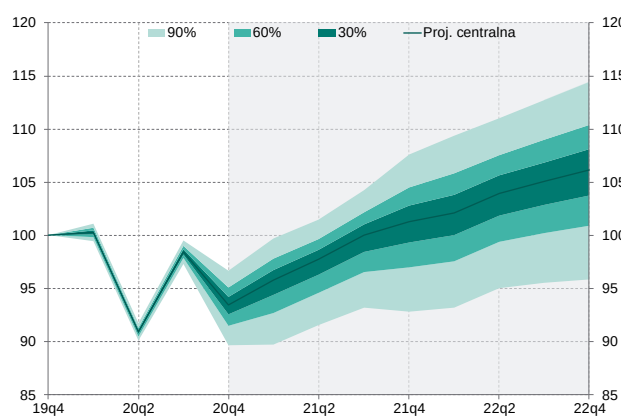
4.1 Synteza

W III kw. 2020 r., po silnym spadku PKB w II kw., nastąpiło wyraźne ożywienie krajowej aktywności gospodarczej w skali silniejszej niż wskazywała projekcja lipcowa. Odbudowie tej sprzyjało znaczne poluzowanie restrykcji w życiu społecznym i gospodarczym, realizacja odroczonej przez gospodarstwa domowe na czas zamrożenia gospodarki zakupów dóbr i usług, działania antykryzysowe rządu i NBP oraz poprawa koniunktury za granicą.

W ostatnich tygodniach nastąpiło jednak istotne pogorszenie sytuacji epidemicznej, zarówno w Polsce, jak i w wielu innych krajach Europy. W odpowiedzi na gwałtowny wzrost liczby zachorowań rząd ponownie zaczął zwiększać zakres obowiązujących restrykcji oraz wprowadzać nowe obostrzenia w życiu gospodarczym i społecznym. Jednocześnie pogorszyły się nastroje firm i gospodarstw domowych, które niezależnie od wprowadzanych restrykcji ograniczyły swoje wydatki. W konsekwencji w IV kw. br. nastąpi ponowne ograniczenie aktywności gospodarczej. Skala spadku PKB będzie jednak mniejsza niż w II kw. br., gdy silny negatywny szok dotknął większość sektorów gospodarki ograniczając działalność przemysłu, budownictwa i sektora usługowego, a równocześnie nastąpiło gwałtowne załamanie popytu zagranicznego. W projekcji założono, że obecny *lockdown* będzie także krótszy niż ten wprowadzony na wiosnę.

W latach 2021-2022 będzie następowała stopniowa i dość powolna odbudowa aktywności gospodarczej. Odbudowę, zwłaszcza w przyszłym roku będą ograniczać prawdopodobne powracające wzrosty zachorowań, i wprowadzanie czasowych ograniczeń w funkcjonowaniu gospodarki (albo jej poszczególnych sektorów) oraz utrzymująca się na podwyższonym poziomie niepewność. Ze względu na wzrost kosztów funkcjonowania

Wykres 4.1 Poziom PKB (Q4 2019 = 100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykresy wachlarzowe obrazują rozkłady możliwych realizacji poziomu PKB (Wykres 4.1) oraz wskaźnika inflacji (Wykres 4.2). Część wykresu na szarym tle ilustruje niepewność prognoz tych zmiennych w horyzoncie projekcji. Przyjęto założenie, że rozkład prawdopodobieństwa realizacji zmiennej w każdym z horyzontów prognozy należy do rodziny rozkładów binormalnych (ang. *two-piece normal*, TPN). Rozkład ten jest określany przez trzy parametry: dominantę, wariancję oraz miarę skośności. Dominantą rozkładu jest ścieżka centralna projekcji, natomiast wariancja jest wyznaczana w oparciu o historyczne błędy prognoz dla każdego z horyzontów skorygowane o wpływ bieżącej niepewności zmiennych egzogenicznych. Skośność rozkładu uzyskuje się na podstawie analizy kilku alternatywnych scenariuszy wraz z przypisanymi im szansami realizacji. Na wykresie rozkład realizacji danej zmiennej ilustrują warstwy o prawdopodobieństwie 30, 60 i 90% wokół ścieżki centralnej projekcji, które skonstruowano w taki sposób, aby zminimalizować szerokość przedziałów (szerzej w Pońsko P., Rybaczyk B., 2016, Fan Chart – A Tool for NBP's Monetary Policy Making, Narodowy Bank Polski Working Paper, No 241.).

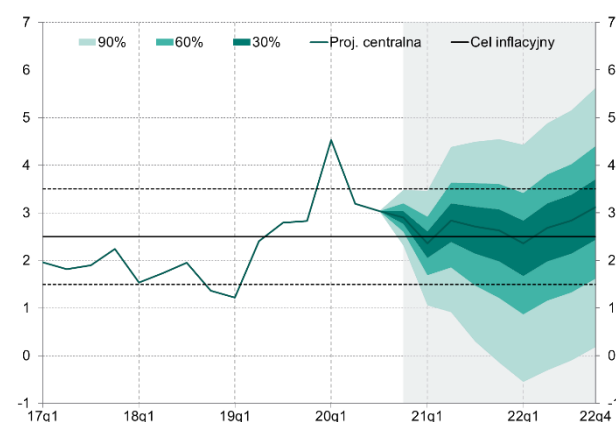
przedsiębiorstw oraz zawieszenie działalności przez część firm, nastąpi trwały ubytek potencjału wytwórczego krajowej gospodarki.

Inflacja będzie się utrzymywać w 2020 roku na podwyższonym poziomie ze względu na związany z pandemią wzrost kosztów funkcjonowania firm i zmniejszenie stopnia wykorzystywania środków trwałych (co znajduje odzwierciedlenie we wprowadzaniu przez część firm tzw. „opłat covidowych”). Dodatkowo w kierunku wyższej dynamiki cen oddziałują efekty wcześniejszych wzrostów cen administrowanych oraz osłabienie kursu.

W 2021 r. inflacja CPI obniży się reagując z opóźnieniem na obserwowany obecnie spadek popytu przy jedynie ograniczonej poprawie koniunktury w przyszłym roku i utrzymującej się cały czas niepewności wobec dalszego przebiegu pandemii. Jednocześnie w najbliższych kwartałach stopniowo będą wygasać czynniki jednorazowe podwyższające obecnie inflację oraz wzrośnie podaż części produktów rolnych wpływając na spadek dynamiki cen żywności. Stopniowa odbudowa aktywności gospodarczej oraz poprawa sytuacji na rynku przełożą się – uwzględniając opóźnienia w reakcji procesów inflacyjnych – na ponowne przyspieszenie wzrostu cen w 2022 r. W całym horyzoncie projekcji inflacja CPI utrzyma się przy tym w przedziale odchylenia od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc.

Przyszła sytuacja gospodarcza w Polsce jest silnie uwarunkowana dalszym przebiegiem pandemii COVID-19 oraz zmianami zachowań podmiotów w sytuacji naprzemiennego łagodzenia i zaostrzania ograniczeń administracyjnych i swobody prowadzenia działalności gospodarczej. Bilans czynników niepewności w przypadku dynamiki PKB oraz – w mniejszym stopniu – inflacji CPI wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji.

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Sposób konstrukcji wykresu wachlarzowego omówiony jest w komentarzu pod wykresem 4.1.

4.2 Otoczenie gospodarki polskiej

Wzrost gospodarczy

W II kw. 2020 r. miał miejsce bezprecedensowy spadek PKB w głównych gospodarkach rozwiniętych, do którego przyczyniły się obowiązujące w tym okresie na szeroką skalę administracyjne ograniczenia w życiu gospodarczym i społecznym wprowadzane w odpowiedzi na szybki rozwój pandemii COVID-19. W III kw. nastąpiło wyraźne ożywienie aktywności w gospodarce globalnej, w tym w gospodarkach głównych partnerów handlowych Polski. Jednak w obliczu istotnego pogorszenia sytuacji pandemicznej jesienią br. oraz ponownego zaostrzenia i wprowadzania nowych restrykcji, oczekuje się, że ścieżka PKB za granicą w kolejnych kwartałach powróci do poziomu zbliżonego do prognozowanego w projekcji lipcowej (Tabela 4.1). Stopniowa odbudowa PKB w gospodarce globalnej będzie zakłócana przez możliwe wprowadzanie czasowych ograniczeń w życiu gospodarczym związanych ze wzrostami liczby zarażeń. W efekcie aktywność gospodarczą w najbliższych kwartałach w dalszym ciągu będzie charakteryzować wysoka zmienność, uzależniona w największym stopniu od dalszego przebiegu pandemii COVID-19 w Europie i na świecie.

W bazowym scenariuszu projekcji założono, że powrót aktywności gospodarczej za granicą do poziomu sprzed pandemii nastąpi dopiero pod koniec horyzontu projekcji. Powolna odbudowa aktywności w tym okresie będzie odzwierciedlać konieczność utrzymywania – lub nawet czasowego zwiększenia – obowiązujących obecnie restrykcji, wzmożony reżim sanitarny oraz podwyższony poziom niepewności podmiotów życia gospodarczego.

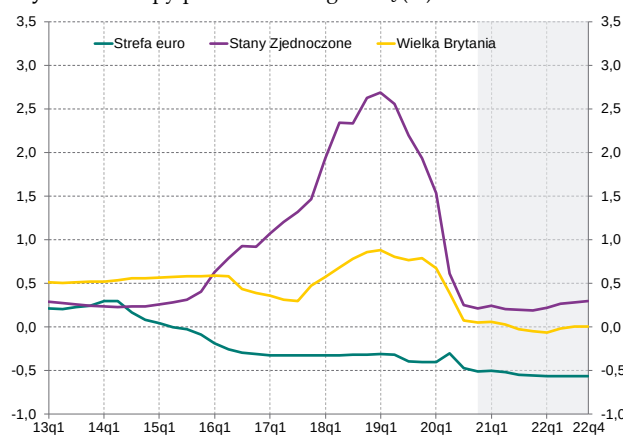
Spadek PKB w strefie euro w II kw. br. dotyczył wszystkich komponentów popytu wewnętrznego, przy silniejszym załamaniu inwestycji niż

Tabela 4.1 PKB za granicą – projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2020	2021	2022
PKB w strefie euro (r/r, %)			
XI 2020	-7,5	3,2	4,0
VII 2020	-9,1	5,2	3,2
PKB w Stanach Zjednoczonych (r/r, %)			
XI 2020	-3,8	3,3	2,3
VII 2020	-5,7	3,4	2,7
PKB w Wielkiej Brytanii (r/r, %)			
XI 2020	-10,4	4,2	4,5
VII 2020	-9,6	5,1	3,3

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.3 Stopy procentowe za granicą (%)



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

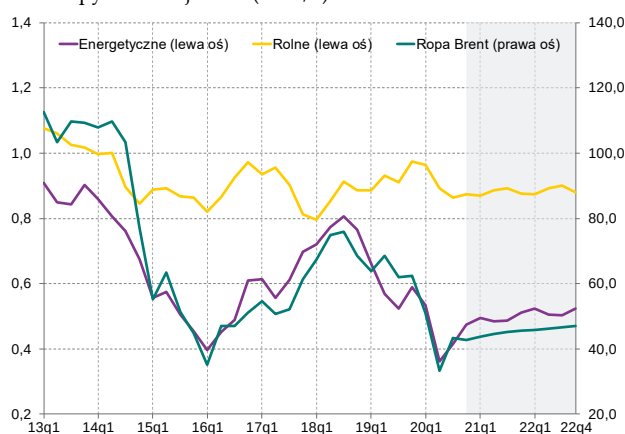
konsumpcji prywatnej. Tempo odbudowy tej gospodarki będzie w nadchodzących kwartałach ograniczać pogorszenie się sytuacji epidemicznej i zwiększenie skali restrykcji, niekorzystna sytuacja finansowa firm, wyraźny wzrost bezrobocia w sektorze usług oraz słaby popyt zewnętrzny odzwierciedlający globalny zasięg pandemii. Negatywnym czynnikiem ryzyka jest także możliwość bezumownego *brexitu*. Oczekuje się, że gospodarka niemiecka w mniejszym stopniu niż pozostałe największe gospodarki strefy euro będzie dotknięta kryzysem ze względu na wyższą skuteczność Niemiec w stabilizacji sytuacji epidemicznej, większą skalę luzowania polityki fiskalnej oraz mniejszą zależność tej gospodarki od turystyki zagranicznej. Niekorzystne perspektywy dla aktywności ekonomicznej w Wielkiej Brytanii odzwierciedlają słabszy od oczekiwań odczyt PKB w tej gospodarce w II kw. br., utrzymującą się trudną sytuację epidemiczną oraz nasilenie się niepewności dotyczącej zawarcia porozumienia handlowego z UE (Tabela 4.1).

Inflacja i rynki surowców

Po silnym spadku cen ropy naftowej na przełomie I i II kw. br. do czego przyczyniło się obniżenie popytu będące następstwem wybuchu pandemii COVID-19, od maja był obserwowany stopniowy wzrost cen tego surowca wynikający z poprawy aktywności w gospodarce światowej oraz dokonanych dostosowań po stronie podaży (Wykres 4.4). Podobnie kształtowały się notowania cen gazu ziemnego i węgla kamiennego na rynkach światowych. Ponowny istotny wzrost zachorowań na świecie w ostatnich tygodniach oraz rosnące obawy o trwałość odbudowy globalnego popytu wyhamowały rosnący trend cen ropy naftowej.

W horyzoncie projekcji założono, że wraz z jedynie umiarkowaną poprawą sytuacji epidemicznej i gospodarczej na świecie ceny surowców energetycznych wzrosną, ale pozostaną

Wykres 4.4 Indeks cen surowców energetycznych (w USD, 2011=1) i rolnych (w EUR, 2011=1) na rynkach światowych oraz cena ropy naftowej Brent (USD/b)

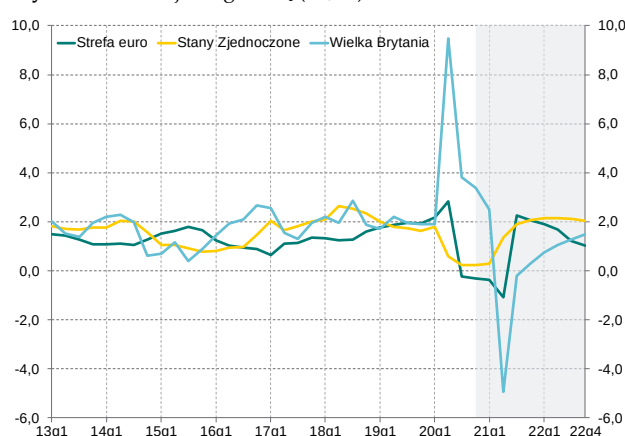


Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Indeks cen surowców energetycznych obejmuje ceny ropy naftowej, węgla kamiennego oraz gazu ziemnego, z uwzględnieniem struktury zużycia tych surowców w Polsce.

W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, z uwzględnieniem wag odzwierciedlających strukturę spożycia gospodarstw domowych w Polsce.

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



Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, obliczenia NBP.

Wskaźniki inflacji za granicą mierzone są deflatorem wartości dodanej.

na relatywnie niskim poziomie (Wykres 4.4). Realizacja tego scenariusza będzie uzależniona jednak od dalszego przebiegu pandemii i kształtowania się popytu na surowce energetyczne oraz od przyszłych decyzji krajów grupy OPEC i innych producentów dotyczących wielkości wydobycia.

Po niewielkim wzroście cen większości produktów rolnych w sierpniu i we wrześniu w ślad za poprawą globalnego popytu, nadal kształtują się one na relatywnie niskich poziomach (Wykres 4.4). W horyzoncie projekcji negatywne popytowe efekty pandemii koronawirusa oraz utrzymujące się na niskim poziomie ceny ropy naftowej wpływającej na koszty frachtów i nawozów sztucznych będą ograniczać dalsze wzrosty cen surowców rolnych. Głównym ryzykiem dla prognozy, poza dalszym przebiegiem pandemii COVID-19, stanowi rozwój epidemii ASF w Niemczech oraz przyszłe warunki agrometeorologiczne.

W II kw. br. miał miejsce wzrost deflatora wartości dodanej brutto w Wielkiej Brytanii i strefie euro (Wykres 4.5), który odzwierciedlał stabilizujący wpływ pakietów antykryzysowych na kształtowanie się funduszu płac i zysków firm w tych gospodarkach w warunkach silnego spadku produkcji. W horyzoncie projekcji dynamika cen w najbliższym otoczeniu gospodarczym Polski ulegnie obniżeniu pod wpływem, działającej na inflację z opóźnieniem, niskiej presji popytowej oraz umiarkowanego wzrostu kosztów pracy.

4.3 Gospodarka polska w latach 2020-2022

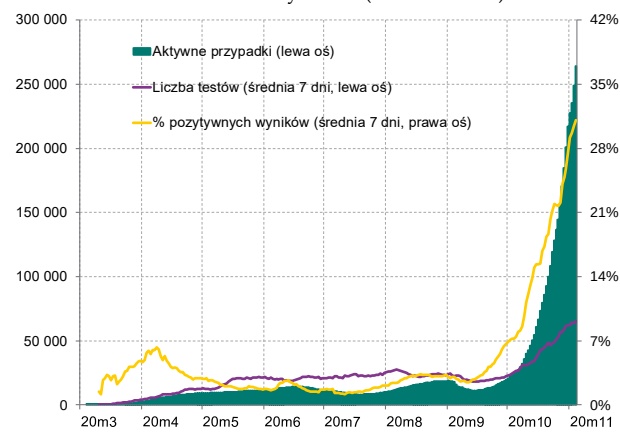
Założenia dotyczące rozwoju epidemii i zakresu rządowych restrykcji

W marcu 2020 r., w odpowiedzi na wzrost zakażeń wirusem SARS-CoV-2 (Wykres 4.6), wprowadzono w Polsce, podobnie jak w wielu innych krajach, szereg restrykcji zamrażających funkcjonowanie dużej części gospodarki. Po wyhamowaniu liczby nowych zachorowań, w drugiej połowie kwietnia rząd rozpoczął stopniowe łagodzenie ograniczeń.

Jesienią nastąpiło istotne pogorszenie sytuacji epidemicznej, zarówno w Polsce, jak i w wielu krajach Europy. W odpowiedzi na gwałtowny wzrost liczby zachorowań rząd ponownie zaczął zwiększać zakres obowiązujących restrykcji oraz wprowadzać dalsze obostrzenia na życie gospodarcze i społeczne. Od 7 listopada wprowadzono kolejny pakiet restrykcji, które w największym stopniu ograniczają działalność przedsiębiorstw z sektora usług: handlu, gastronomii, kultury, szkolnictwa oraz sportu. Zamknięte zostały kina, teatry, muzea i inne placówki kultury, szkoły zmieniły tryb pracy na zdalną, istotnie ograniczono funkcjonowanie galerii handlowych, a restauracje mogą przygotowywać dania jedynie na wynos. Skala restrykcji nałożonych obecnie na funkcjonowanie gospodarki jest jednak mniejsza niż wiosną br., w szczególności w zakresie funkcjonowania niektórych punktów usługowych (np. fryzjerów, rehabilitacji) oraz hoteli. W projekcji założono również, że obecny *lockdown* będzie krótszy niż ten wprowadzony na wiosnę.

Zimą prawdopodobne są ponowne wzrosty zachorowań, i w konsekwencji, wprowadzanie czasowych ograniczeń w funkcjonowaniu gospodarki (albo jej poszczególnych sektorów). Część bieżących ograniczeń może być zatem utrzymana przez dłuższy czas, a te które zostaną

Wykres 4.6 Chorzy na COVID-19 w Polsce, liczba wykonanych testów i odsetek dodatnich wyników (dane dzienne)



Źródło: dane Ministerstwa Zdrowia.

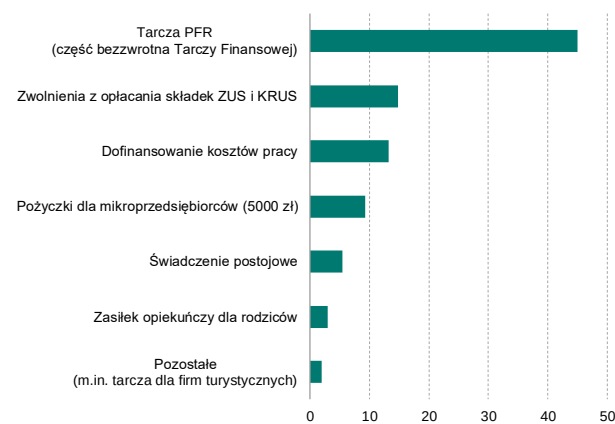
zniesione mogą zostać przywrócone jeżeli sytuacja epidemiczna ponownie się pogorszy. Odmienny od przyjętych założeń dalszy rozwój pandemii oraz skala restrykcji stanowią główne źródło ryzyka dla kształtowania się przyszłego wzrostu gospodarczego.

Działania antykryzysowe

W celu złagodzenia negatywnego wpływu pandemii na aktywność gospodarczą, od II kw. 2020 r. rząd wdrożył szereg rozwiązań antykryzysowych, których łączna kwota bezzwrotnego wsparcia finansowanego ze środków krajowych może według aktualnych szacunków wynieść w 2020 r. ok. 93 mld zł⁵⁷ (Wykres 4.7). Na te cele przekierowana została również przez rząd za zgodą Komisji Europejskiej część środków UE w ramach poszczególnych programów operacyjnych na lata 2014-2020, która w większości zostanie wykorzystana w 2020 r. (por. Wykres 4.8). Jednocześnie w projekcji nie uwzględniono środków unijnych z programu *Next Generation EU*, z uwagi na brak konkretnych informacji o ich podziale⁵⁸.

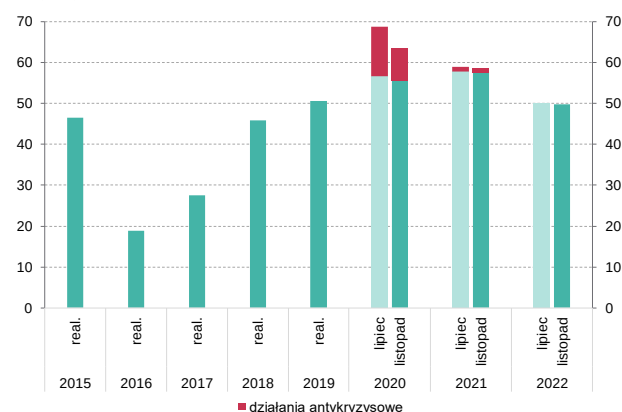
Wśród najważniejszych priorytetów działań antykryzysowych znalazła się ochrona miejsc pracy i zapobieganie wzrostowi bezrobocia, a także wsparcie przedsiębiorstw poprzez ograniczenie kosztów ich funkcjonowania i poprawę płynności finansowej. Duża część wsparcia w ramach wprowadzonych wiosną br. instrumentów została już zakończona w związku z końcem okresu przyjmowania wniosków lub wypłacania pomocy. Wśród najważniejszych programów nadal realizowane jest dofinansowanie do wynagrodzeń z Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych oraz wypłata środków w ramach Tarczy Finansowej

Wykres 4.7 Działania antykryzysowe – wsparcie bezzwrotne finansowane ze środków krajowych (mld zł)



Źródło: szacunki NBP na podstawie ocen skutków regulacji oraz danych ZUS, MRPiPS, MRPiT i PFR.

Wykres 4.8 Wykorzystanie środków UE w ramach polityki spójności, z wyróżnieniem kwot przeznaczonych na działania antykryzysowe (mld zł)



Źródło: MFiPR, GUS, obliczenia NBP.

⁵⁷ Ponieważ proces wnioskowania firm o wsparcie w ramach niektórych instrumentów nadal trwa, ostateczna skala działań antykryzysowych obciążona jest niepewnością. Podana kwota jest wartością przyjętą na potrzeby projekcji na podstawie założeń rządowych oraz dostępnych danych o realizacji poszczególnych instrumentów.

⁵⁸ Takie podejście przyjęła również Komisja Europejska w swojej jesiennej rundzie progностycznej. Ujęte zostały tylko środki zapisane w projekcjach budżetów poszczególnych państw.

PFR dla dużych firm. Obecny wzrost liczby zachorowań oraz ponowne zwiększenie restrykcji nałożonych na działalność gospodarczą oraz wprowadzenie nowych obostrzeń może wiązać się z powrotem do części instrumentów pomocy wykorzystywanych na wiosnę. Ze względu jednak na brak szczegółów tych działań do momentu ostatecznej daty uwzględniania danych, nie zostały one założone w projekcji.

Pozytywny wpływ działań antykryzysowych na polską gospodarkę nie ogranicza się wyłącznie do bieżącego roku, ale będzie widoczny również w kolejnych kwartałach, ze względu na zmniejszenie odsetka osób zagrożonych długotrwałym bezrobociem oraz ograniczenie liczby przedsiębiorstw, które nie przetrwałyby okresu silnego spadku ich przychodów.

W celu złagodzenia skutków gospodarczych pandemii, Rada Polityki Pieniężnej poluzowała politykę pieniężną. W szczególności w okresie marzec-maj 2020 r. Rada obniżyła stopy procentowe NBP, w tym stopę referencyjną o 1,4 pkt proc. do 0,1%. Uruchomiono także strukturalne operacje otwartego rynku polegające na zakupie skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. W efekcie działań NBP koszty finansowania oraz obsługi zadłużenia w polskiej gospodarce uległy istotnemu obniżeniu. W szczególności obniżyły się stopy procentowe na rynku międzybankowym, które wpływają na wysokość rat wielu kredytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a także obniżyły się rentowności polskich obligacji skarbowych. Poluzowanie polityki pieniężnej NBP oddziałuje korzystnie na aktywność gospodarczą w Polsce, wspierając konsumpcję i inwestycje, a także poprawiając warunki finansowania stymulacji fiskalnej.

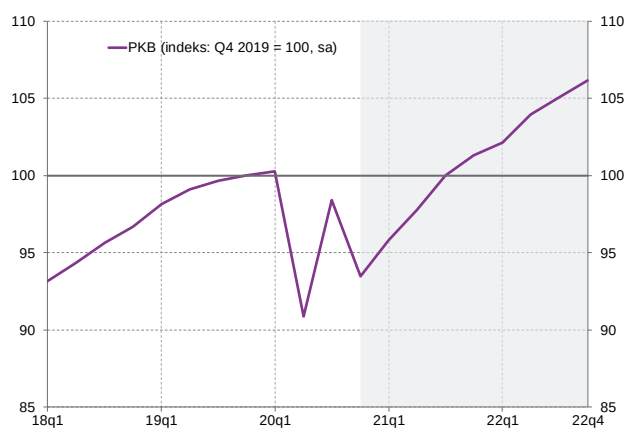
Aktywność gospodarcza

W III kw. 2020 r., po silnym spadku PKB w II kw., nastąpiło wyraźne ożywienie krajowej aktywności ekonomicznej, choć kształtowała się ona wciąż poniżej poziomu sprzed wybuchu pandemii (por. Wykres 4.9, Wykres 4.10). Odbudowie tej sprzyjało istotne zmniejszenie skali restrykcji, realizacja odroczonej przez gospodarstwa domowe na czas zamrożenia gospodarki zakupów dóbr i usług (por. Wykres 4.11), działania antykryzysowe rządu oraz Narodowego Banku Polskiego (por. punkt *Działania antykryzysowe*), a także poprawa koniunktury za granicą. Wzrost popytu konsumpcyjnego częściowo ograniczany był jednak przez pogorszenie sytuacji dochodowej konsumentów oraz zmianę zachowania ludności w obawie przed zakażeniem koronawirusem SARS-CoV-2. Dodatkowo, przy utrzymującej się podwyższonej niepewności i obawach o utratę źródła dochodów, gospodarstwa domowe były bardziej skłonne do oszczędzania kosztem bieżącej konsumpcji.

Wraz z ożywieniem w gospodarce światowej w III kw. br. nastąpił również wzrost wolumenów eksportu i importu (Wykres 4.14). Prognozy eksportu ankietowanych przedsiębiorstw wróciły do poziomów notowanych w poł. 2019 r.⁵⁹ Jednocześnie relatywnie wolniej poprawiał się wolumen importu czemu sprzyjało osłabienie złotego oraz istotne ograniczenie turystycznych wyjazdów zagranicznych. W konsekwencji wkład eksportu netto do wzrostu PKB w III kw. br. pozostał na dodatnim poziomie, zgodnie z obserwowaną historycznie w Polsce antycykliczną reakcją tej kategorii.

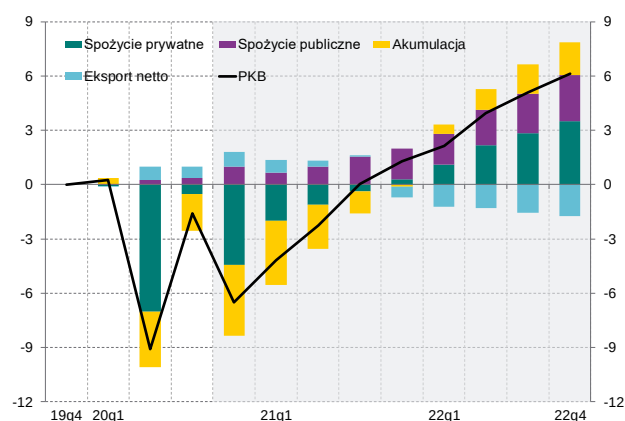
W IV kw. br. nastąpi ponowne istotne ograniczenie aktywności gospodarczej do czego przyczynią się obostrzenia nałożone w związku z wystąpieniem drugiej fali pandemii COVID-19 oraz utrzymująca się wysoka niepewność dotycząca dalszego jej

Wykres 4.9 Poziom PKB



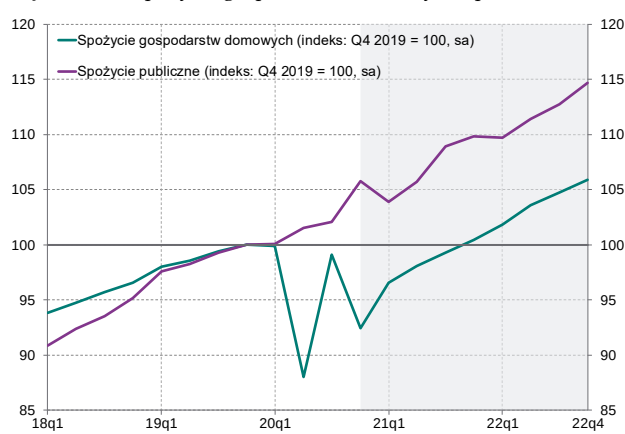
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.10 Zmiana poziomu PKB i jej dekompozycja względem IV kw. 2019 r. (%)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.11 Spożycie gospodarstw domowych i publiczne



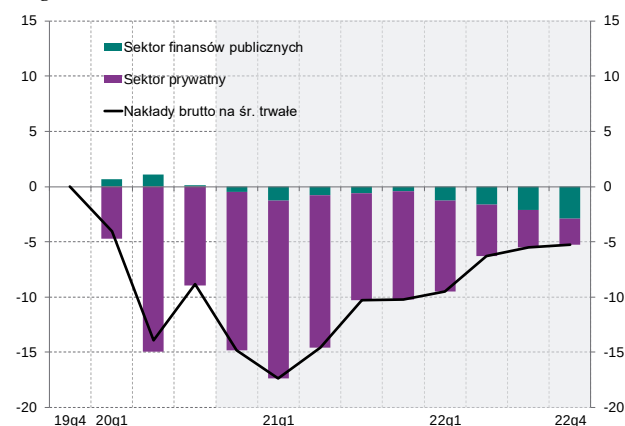
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

⁵⁹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2020 r.

przebiegu. W konsekwencji tych uwarunkowań pogorszyły się nastroje firm i gospodarstw domowych, które niezależnie od wprowadzanych restrykcji ograniczyły wydatki na część usług. Skala spadku PKB będzie jednak mniejsza niż w II kw. br., gdy silny negatywny szok dotknął działalność przemysłu i sektora usługowego, a równocześnie nastąpiło gwałtowne załamanie popytu zagranicznego. Oczekuje się, że obecne obostrzenia sanitarne oraz ograniczenia w życiu gospodarczym na tak dużą skalę będą trwały krócej niż miało to miejsce wiosną br. Natomiast z uwagi na opóźnioną reakcję na kryzys wywołany pandemią silniejszemu niż w II kw. ograniczeniu ulegnie działalność sektora budowlanego.

W IV kw. br. silnie obniżą się inwestycje przedsiębiorstw (Wykres 4.12). Podmioty gospodarcze w warunkach podwyższonej niepewności będą bowiem wstrzymywać się z zaciąganiem długoterwałych zobowiązań finansowych. Potwierdzają to badania ankietowe firm — zgodnie z którymi jeszcze przed silnym wzrostem nowych przypadków zarażeń koronawirusem niekorzystnie i głęboko ujemnie kształtowały się prognozy dotyczące planowanych na ten rok zmian wielkości nakładów inwestycyjnych⁶⁰. Skalę spadku nakładów brutto na środki trwałe w 2020 r. będą w części łagodzić inwestycje publiczne, w szczególności dotyczące realizacji projektów infrastrukturalnych, w związku ze zwiększeniem środków UE przeznaczonych na finansowanie tych wydatków (Wykres 4.13). Mniejsza może być również skala cyklicznego spadku popytu na mieszkania. Część gospodarstw domowych dysponuje bowiem zwiększonymi oszczędnościami, stopy procentowe kształtują się na rekordowo niskim poziomie, a w okresie pandemii rośnie popyt na nieruchomości w niektórych lokalizacjach.

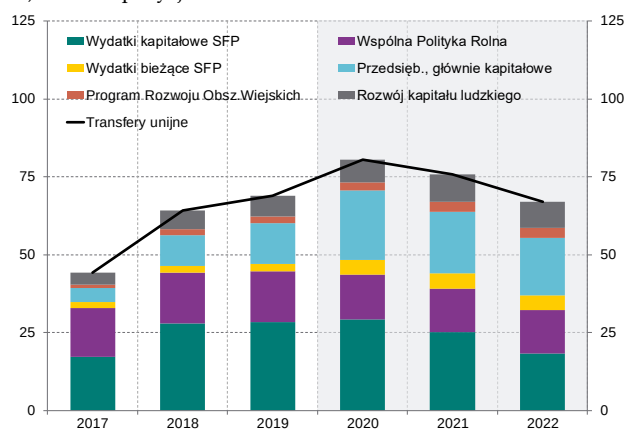
Wykres 4.12 Zmiana poziomu inwestycji i ich dekompozycja względem IV kw. 2019 r. (%)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Inwestycje sektora prywatnego zdefiniowane są jako nakłady brutto na środki trwałe według rachunków narodowych poza inwestycjami sektora instytucji rządowych i samorządowych. Obejmują one zatem nakłady brutto na środki trwałe przedsiębiorstw niefinansowych, instytucji finansowych i ubezpieczeniowych, gospodarstw domowych (zarówno mieszkaniowe jak i niemieszkaniowe) oraz instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

Wykres 4.13 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld zł) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

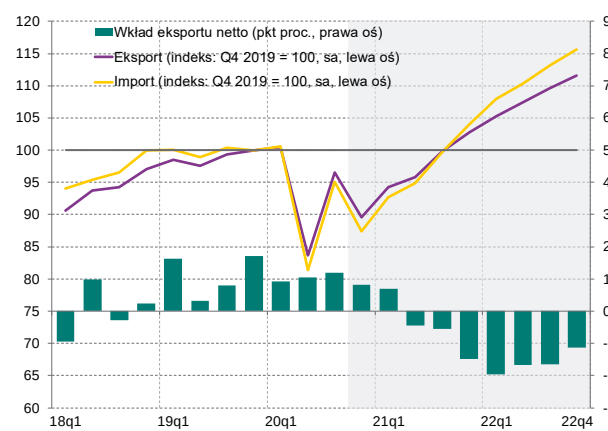
⁶⁰ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2020 r.

Ożywienie gospodarcze w latach 2021-2022 jest warunkowane zakładaną powolną normalizacją sytuacji epidemicznej, odbudową aktywności gospodarczej za granicą oraz poprawą perspektyw dla popytu prywatnego. Scenariusz projekcyjny zakłada relatywnie niskie tempo wzrostu gospodarczego w latach 2021-2022 biorąc pod uwagę znaczną skalę spadku aktywności gospodarczej w br. Tempo odbudowy krajowej aktywności gospodarczej będą ograniczać prawdopodobnie powracające wzrosty zakażeń skutkujące ponownym wprowadzeniem czasowych ograniczeń w funkcjonowaniu gospodarki oraz odsunięciem w czasie znoszenia obowiązujących obostrzeń epidemicznych. Również wysoka niepewność związana z dalszym przebiegiem pandemii COVID-19 pozostanie czynnikiem ograniczającym wzrost wydatków gospodarstw domowych oraz nakładów inwestycyjnych w horyzoncie projekcji.

Tempo wzrostu spożycia prywatnego, po silnym spadku w br., w dalszym horyzoncie projekcji zacznie stopniowo przyspieszać. Skalę wzrostu dynamiki konsumpcji prywatnej, przy odbudowie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych związanej z poprawą sytuacji na rynku pracy, będzie jednak w dalszym ciągu ograniczać wpływ zmian w zachowaniu ludności oraz znaczenie motywu przezornościowego. W konsekwencji stopa oszczędności gospodarstw domowych będzie utrzymywać się w całym horyzoncie projekcji na podwyższonym poziomie.

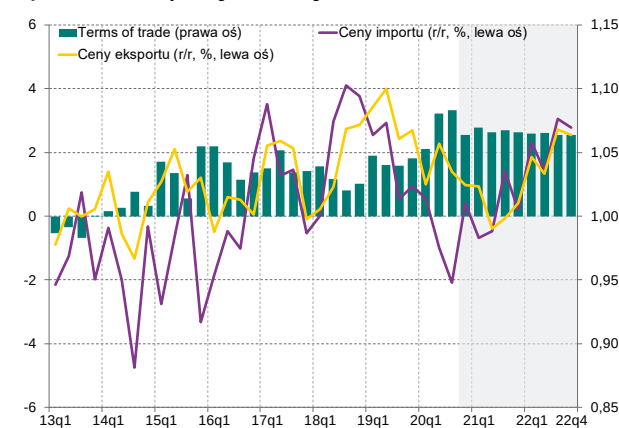
Podwyższona niepewność oraz związane z nią restrykcje w działalności firm, pozostaną czynnikiem hamującym odbudowę popytu inwestycyjnego w horyzoncie projekcji. Świadczą o tym badania ankietowe firm, przeprowadzone jeszcze przed silnym przyrostem zakażeń i wprowadzeniem nowych obostrzeń, które wskazują, że prawie połowa przedsiębiorstw nie potrafi ocenić w jakiej perspektywie czasowej nastąpi powrót aktywności inwestycyjnej na

Wykres 4.14 Handel zagraniczny



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.15 Ceny eksportu i importu



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

ścieżkę wzrostu⁶¹. W efekcie mimo stopniowej poprawy sytuacji zarówno w kraju jak i za granicą, w szczególności w gospodarce niemieckiej, poziom nakładów brutto w horyzoncie projekcji będzie się kształtował wyraźnie poniżej wartości sprzed wybuchu pandemii. W mniejszym stopniu obniży się popyt mieszkaniowy, który w dalszym horyzoncie projekcji ponownie zacznie rosnąć wspierany relatywnie wysoką stopą oszczędności gospodarstw domowych i poprawą koniunktury.

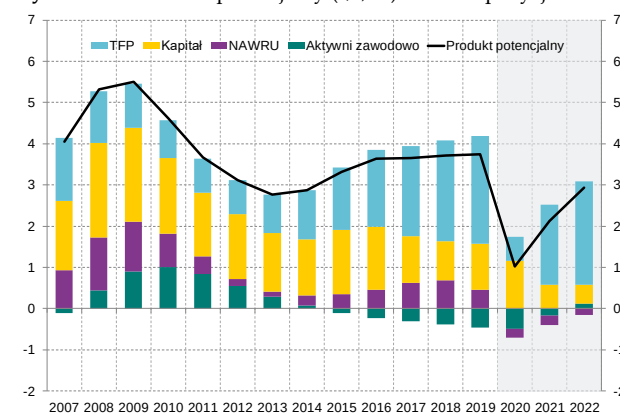
Stopniowa poprawa sytuacji w kraju jak i za granicą wpłynie na wzrost wolumenów eksportu i importu. Jednocześnie ze względu na antycykliczny charakter saldo handlowe zacznie się stopniowo obniżać — w konsekwencji kontrybucja eksportu netto do wzrostu w dłuższym horyzoncie projekcji będzie ujemna.

Produkt potencjalny i luka popytowa

W reakcji na kryzys gospodarczy wywołany pandemią COVID-19, w 2020 r. wystąpi również, choć w mniejszej skali niż spadek popytu, obniżenie tempa wzrostu potencjału produkcyjnego polskiej gospodarki (Wykres 4.16). Nastąpi wyraźny spadek dynamiki łącznej produktywności czynników produkcji (TFP), obniżeniu ulegnie również wkład do wzrostu potencjału czynnika pracy.

Spowolnienie dynamiki TFP w br. wynika ze zmian jakie zaszły na rynku pracy w reakcji na wybuch pandemii COVID-19 — m.in. redukcji wymiaru etatów, urlopowania pracowników czy korzystania z zasiłków opiekuńczych. Ponadto na zaburzanie systemu pracy przedsiębiorstw wpływa rosnąca liczba osób przebywających na kwarantannie. Wybuch pandemii przyczynił się również do masowego zastosowania nowych form organizacji pracy, a przejście np. na pracę zdalną osób, które wcześniej jej nie wykonywały, może wymagać przyzwyczajenia się do nowych

Wykres 4.16 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: obliczenia NBP.

Dynamika produktu potencjalnego określa tempo wzrostu gospodarczego nie powodujące narastania presji inflacyjnej. Może on pochodzić ze wzrostu podaży pracy, zasobu kapitału produkcyjnego lub wydajności czynników produkcji. W modelu NECMOD jest on wyznaczony przez funkcję produkcji Cobb-Douglasa w postaci:

$$PKB_t^{pot} = TFP_t^{trend} \cdot [LF_t^{trend} \cdot (1 - NAWRU_t)]^{0,67} \cdot K_t^{1-0,67},$$

gdzie PKB_t^{pot} to poziom produktu potencjalnego, TFP_t^{trend} – łączna wydajność czynników produkcji, wygładzona filtrem Hodricka-Prescotta (HP) rozszerzonym o wskaźnik wykorzystania zdolności produkcyjnych, LF_t^{trend} – wygładzona filtrem HP liczba osób aktywnych zawodowo, $NAWRU_t$ – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac, K_t – kapitał produkcyjny. Elastyczność produktu względem zasobu pracy została ustalona na poziomie 0,67.

⁶¹ Szybki monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw, NBP, październik 2020 r.

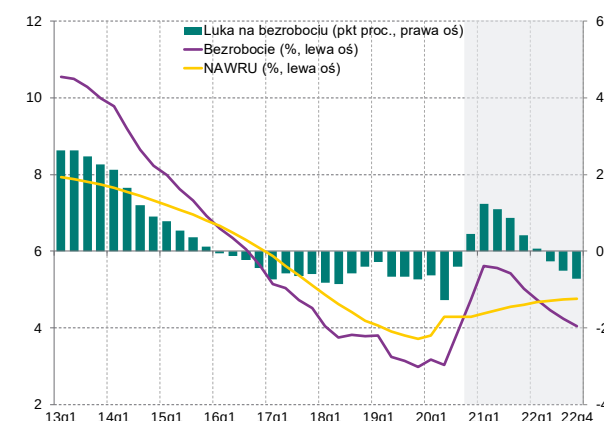
narzędzi i obowiązków. W kierunku obniżenia dynamiki łącznej produktywności oddziałuje również wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw, związany m.in. z wyposażeniem stanowisk pracy w niezbędne środki ochrony osobistej, oraz zmniejszenie stopnia wykorzystywania środków trwałych.

Wybuch pandemii COVID-19 przyczynił się także do spadku potencjalnego zasobu siły roboczej. Wynika on, po pierwsze, ze zwiększenia niedopasowania na rynku pracy. Część zwalnianych pracowników w dotkniętych kryzysem branżach nie znajdzie innej pracy ze względu na brak wymaganych kwalifikacji i umiejętności oraz czas potrzebny do ich nabycia. Jednocześnie niektóre sektory gospodarki, które w wyniku pandemii i jej następstw trwale zyskują na znaczeniu, zgłaszają problemy z dostępnością wykwalifikowanych pracowników. Zwiększenie niedopasowania na rynku pracy odzwierciedlone jest we wzroście stopy bezrobocia równowagi (NAWRU, Wykres 4.17). Po drugie negatywnie na potencjał polskiej gospodarki wpływa również wyraźny wzrost liczby biernych zawodowo wg BAEL zanotowany w II kw. br. Stopa aktywności zawodowej w 2020 r. ukształtuje się poniżej poziomu sprzed wybuchu pandemii.

W efekcie w 2020 r. produkt potencjalny wzrośnie o ok. 1% wobec średniej za ostatnie 10 lat równej 3,5% r/r.

W latach 2021-2022 dynamika potencjalnego PKB przyspieszy, chociaż wciąż będzie się kształtować poniżej średniej z lat 2010-2019. Tempo odbudowy produktu potencjalnego będzie spowalniane przez wpływ ponownie wprowadzonych kolejnych obostrzeń nałożonych na funkcjonowanie polskiej gospodarki prowadzące do ograniczeń w podaży części towarów i usług. Skalę odtworzenia potencjalnego PKB będzie także ograniczać założony w projekcji brak szybkiego powrotu poziomu nakładów inwestycyjnych do wartości

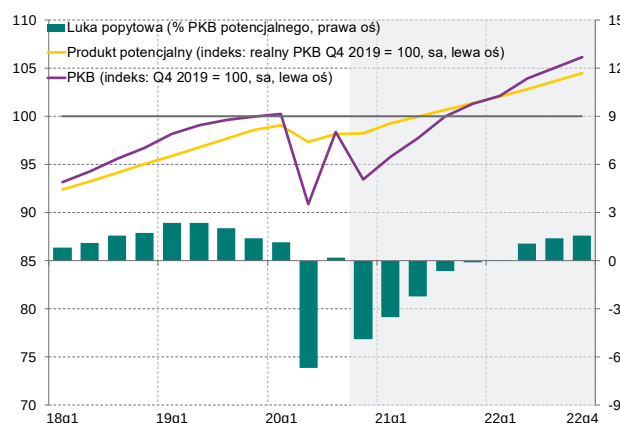
Wykres 4.17 Bezrobocie



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

NAWRU_t – stopa bezrobocia w równowadze nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac.

Wykres 4.18 Luka popytowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Luka popytowa stanowi syntetyczną miarę presji popytowej w gospodarce. Wyrażona jest jako procentowe odchylenie bieżącego, rzeczywistego poziomu PKB od poziomu produktu potencjalnego.

sprzed kryzysu i związana z tym trwała redukcja zasobu kapitału produkcyjnego.

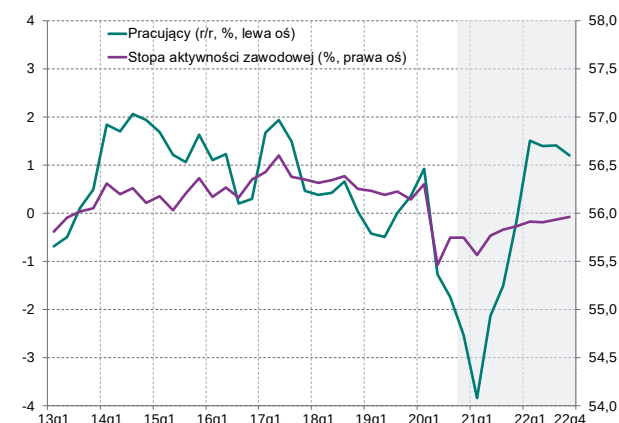
Znacznie silniejszy spadek popytu niż produktu potencjalnego w br. spowoduje, że luka popytowa ukształtuje się w 2020 r. na ujemnym poziomie (Wykres 4.18). W kolejnych latach luka popytowa ulegnie zawężeniu, osiągając dodatnie wartości dopiero w ostatnim roku projekcji. Taki kształt luki popytowej wynika z dużej persystencji oddziaływania czynników obniżających obecnie popyt, przy szybszym ustępowaniu ograniczeń po stronie podaży.

Rynek pracy

Spadek aktywności gospodarczej w wyniku wybuchu pandemii będzie negatywnie oddziaływać na krajowy rynek pracy nie tylko w br., ale również w przyszłym roku (Wykres 4.19). Obniżeniu popytu na pracę towarzyszy ograniczenie efektywnej podaży pracy wynikające z obaw przed zarażeniem, czy też nieobecności związanych z opieką nad dziećmi podczas zamknięcia placówek oświatowych oraz infekcji⁶². W 2020 r. skalę redukcji zatrudnienia ograniczają działania antykryzysowe rządu oraz skłonność firm do chomikowania pracy (ang. *labor hoarding*). W 2021 r. ze względu na prognozowaną jedynie umiarkowaną poprawę koniunktury oraz możliwe ponowne wzrosty zachorowań prowadzące do administracyjnego ograniczenia działalności gospodarczej i przejściowego obniżenia popytu na pracę, stopa bezrobocia nadal kształtować się będzie na podwyższonym poziomie.

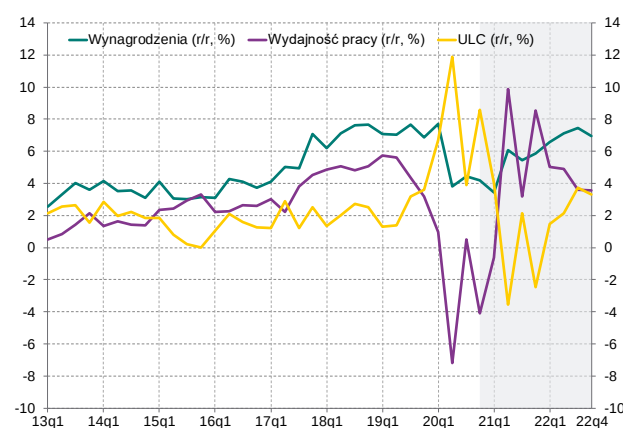
W drugiej połowie 2021 r. możliwe jest stopniowe odwrócenie negatywnych tendencji na rynku

Wykres 4.19 Pracujący i aktywność zawodowa



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.20 Jednostkowe koszty pracy



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Jednostkowe koszty pracy określają koszt wynagrodzenia pracy niezbędny do wytworzenia jednostki produkcji. Obliczane są przez podzielenie iloczynu przeciętnego wynagrodzenia i liczby pracujących w skali całej gospodarki przez wielkość PKB. Alternatywnie można je wyrazić jako iloraz przeciętnego wynagrodzenia i wydajności pracy czyli stosunku PKB do liczby pracujących. Jednostkowe koszty pracy (ULC) przedstawione na wykresie uwzględniają składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców.

⁶² Dostępne dane wskazują, że w sierpniu br. liczba zasiłków opiekuńczych wypłacanych przez ZUS na ogólnych zasadach utrzymywała się na poziomie znacznie wyższym niż przed pandemią, mimo, że w tym okresie nie był dostępny dodatkowy zasiłek opiekuńczy dla rodziców dzieci do lat 8, wprowadzony jako element tarczy antykryzysowej. Starsze klasy szkół podstawowych od 26 października zmieniły tryb edukacji na zdalną, od 9 listopada również dzieci z klas 1-3 uczą się zdalnie, natomiast przedszkola i żłobki nadal uczestniczą w zajęciach stacjonarnych. Z uwagi na zachorowania, część placówek oświatowych jest zamykana co skutkuje wzrostem liczby rodziców mogących ponownie skorzystać z tego dodatkowego świadczenia. Jednocześnie przedszkola bardziej restrykcyjnie podchodzą do obecności dzieci z oznakami infekcji, co również prowadzi do częstszego wystawiania zwolnień lekarskich.

pracy. Wraz z częściowym przywracaniem trybu pracy przed pandemią, nastąpi sukcesywny wzrost dynamiki płac w gospodarce (Wykres 4.20). Będzie on skutkiem odbudowy intensywności pracy, przywracania dodatków pozapłacowych lub zaniechanych dotychczas, a planowanych wcześniej podwyżek wynagrodzeń. Na kształtowanie się płac wpłynąć będzie również planowany wzrost płacy minimalnej o 7,7% od stycznia 2021 r. Przy podwyższonej stopie bezrobocia, dynamika wynagrodzeń w horyzoncie projekcji nie osiągnie jednak poziomu z lat 2018-2019.

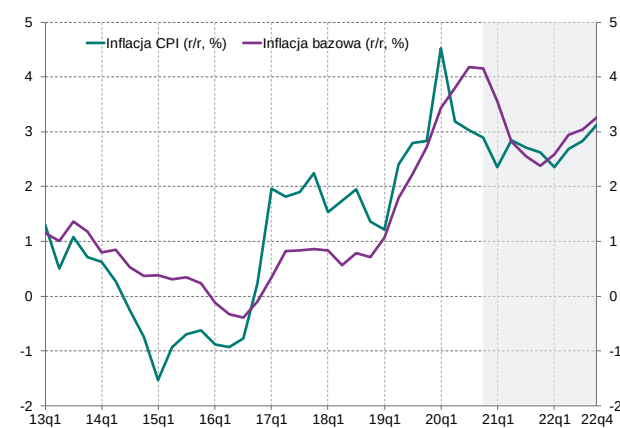
Inflacja CPI

W 2021 r. inflacji CPI obniży się, a w 2022 r. ponownie wzrośnie, kształtując się w całym horyzoncie projekcji w przedziale odchylen od celu inflacyjnego NBP określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. (Wykres 4.21, Wykres 4.22, Wykres 4.23).

Na spadek inflacji w przyszłym roku złożą się kilka czynników. Po pierwsze dynamika cen zareaguje z opóźnieniem na obserwowany obecnie spadek popytu, przy jedynie ograniczonej poprawie koniunktury w 2021 r. i utrzymującej się niepewności wobec dalszego przebiegu pandemii. Inflację będzie ograniczać również niewielki spadek jednostkowych kosztów pracy wynikający z utrzymującej się na podwyższonym poziomie stopie bezrobocia. W najbliższych kwartałach dynamikę cen będzie obniżać również wyraźny wzrost podaży zbóż, warzyw i owoców w następstwie poprawy warunków agrometeorologicznych w br. Z uwagi na globalny zasięg epidemii, osłabieniu uległa koniunktura za granicą przyczyniając się także do spadku inflacji w otoczeniu gospodarczym Polski.

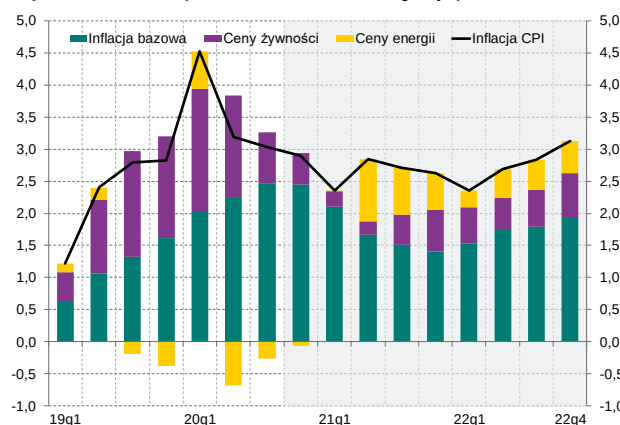
W 2021 r. ceny dóbr i usług będzie nadal podwyższać obniżona wydajność części przedsiębiorstw związana z wprowadzonymi restrykcjami, absencją pracowników przebywających na kwarantannie i opiekujących się dziećmi, czy też zmianami preferencji

Wykres 4.21 Inflacja CPI i bazowa



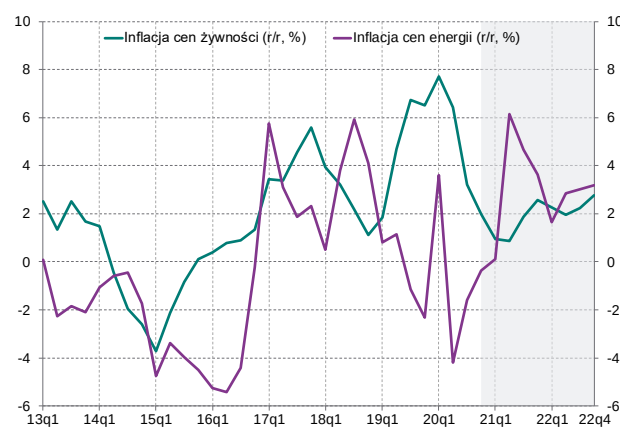
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.22 Inflacja CPI (r/r, %) – dekompozycja



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.23 Inflacja cen żywności i energii



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

konsumentów w sytuacji dystansowania społecznego. W przyszłym roku prawdopodobnie utrzymane zostaną zatem tzw. „opłaty covidowe” wprowadzone w 2020 r. przez niektóre firmy w związku z pokryciem zwiększonych kosztów i zmniejszeniem stopnia wykorzystania środków trwałych. Jeżeli jednak skala tych opłat nie zwiększy się istotnie, w 2021 r. ich wpływ na inflację w ujęciu r/r będzie wygasać, stanowiąc dodatkowy czynnik obniżający dynamikę cen.

W 2021 r. prawdopodobnie na wysokim poziomie utrzyma się dynamika cen administrowanych. Rachunek za energię elektryczną będzie podwyższać wprowadzenie opłaty mocy, a jednocześnie niektóre samorządy zapowiadają dalsze podwyżki opłat za wywóz śmieci. Ze względu jednak na mechanizm kształtowania się tych cen, ich prognoza obarczona jest wysoką niepewnością.

Skalę spadku inflacji CPI w 2021 r. ograniczy natomiast wzrost cen energii. Będzie on konsekwencją ponownego zwiększenia dynamiki cen paliw po istotnym obniżeniu popytu na ropę naftową, a tym samym jej cen, wiosną 2020 r. w wyniku wprowadzonych restrykcji. W tym samym kierunku może oddziaływać również wprowadzenie opłaty cukrowej od stycznia 2021 r.

W 2022 r. nastąpi ponowny, umiarkowany, wzrost inflacji związany z dalszą odbudową popytu krajowego i zagranicznego i, w konsekwencji, ukształtowania się luki popytowej na dodatnim poziomie. W tym samym kierunku będzie oddziaływać oczekiwany wzrost inflacji w otoczeniu gospodarczym Polski, wpływający na wyższe ceny importu. Jednocześnie, na skutek poprawy sytuacji na rynku pracy, tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy ponownie przyspieszy, co również będzie sprzyjać wyższej dynamice cen konsumenta.

Tabela 4.2 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2020	2021	2022
PKB (r/r, %)			
XI 2020	-3,5	3,1	5,7
VII 2020	-5,4	4,9	3,7
Inflacja CPI (r/r, %)			
XI 2020	3,4	2,6	2,7
VII 2020	3,3	1,5	2,1

Źródło: obliczenia NBP.

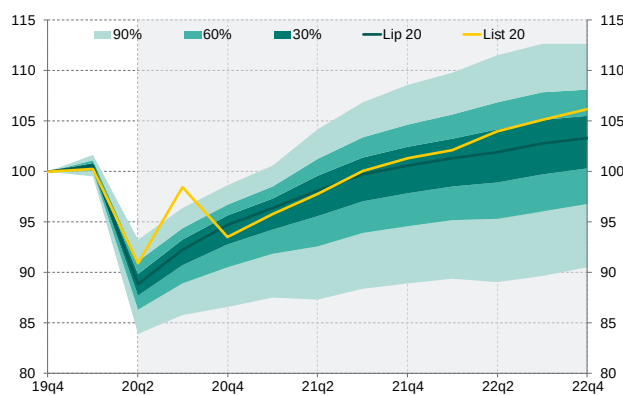
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

Dane, które napłynęły od zamknięcia projekcji lipcowej przyczyniły się do podwyższenia prognozowanego średniego poziomu PKB (przy wyższej dynamice w 2020 i 2022 r., a niższej w 2021 r.) oraz inflacji CPI w horyzoncie projekcji (Tabela 4.2, Wykres 4.25, Wykres 4.27).

Ścieżkę PKB w bieżącej projekcji podniósł wyższy od oczekiwań odczyt GUS za II kw. br. Silniejsze niż zakładano w projekcji lipcowej okazało się oddziaływanie rządowych programów antykryzysowych wspierających rynek pracy oraz przedsiębiorców, prowadząc do mniejszego od oczekiwań spadku konsumpcji i inwestycji w tym kwartale. Również dane miesięczne za III kw. br. wskazują, że aktywność gospodarcza odbudowywała się w tym okresie szybciej niż oczekiwano w projekcji lipcowej przy lepszej sytuacji na rynku pracy. Obserwowane obecnie pogorszenie sytuacji epidemicznej i idące w ślad za nim rozszerzanie zakresu bieżących obostrzeń i wprowadzanie nowych restrykcji przyczyniły się do powrotu w kolejnych kwartałach ścieżki PKB do poziomu zbliżonego do prognozowanego w projekcji lipcowej. W szczególności, rosnąca niepewność i negatywny sentyment podmiotów wywołany ponownym nasileniem pandemii powodują, że konsumpcja w IV kw. 2020 r. i w 2021 r. może przejściowo kształtować się nieco poniżej poziomu przewidywanego w lipcu.

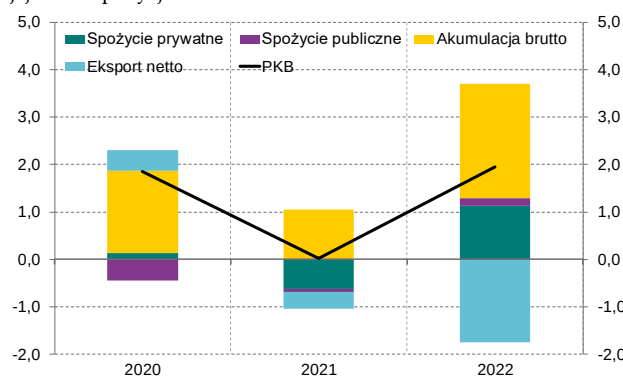
Przesunięcie w górę ścieżki inflacji CPI względem projekcji lipcowej wynika zarówno z czynników krajowych, jak i zewnętrznych. Pomimo obecnego wzrostu liczby zachorowań, oczekuje się średnio w horyzoncie obecnej projekcji silniejszej niż w poprzedniej rundzie presji popytowej i szybszego wzrostu jednostkowych kosztów pracy. Do wyższej ścieżki inflacji w bieżącej projekcji przyczynia się również, zwiększający ceny usług, silniejszy od oczekiwań wzrost kosztów

Wykres 4.24 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: poziom PKB (IV kw. 2019=100)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 4.25 Procentowa zmiana między PKB w projekcji lipcowej i listopadowej (dla indeksu o podstawie IV kw. 2019 = 100) oraz jej dekompozycja.

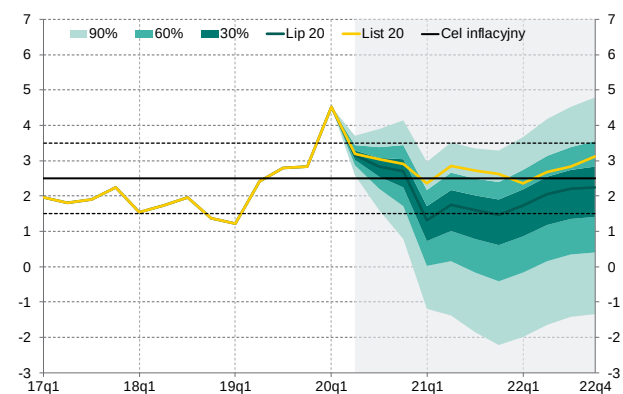


Źródło: obliczenia NBP.

Powyższa zmiana oczyszczona jest z wpływu przesunięcia poziomu PKB wynikającego z rewizji danych GUS. Zmiany dla komponentów (na przykładzie spożycia prywatnego) obliczono według wzoru

$$\frac{\frac{comp_{19q4}^{list} - comp_{19q4}^{lip}}{PKB_{19q4}^{list} - PKB_{19q4}^{lip}} - \frac{comp_t^{list} - comp_t^{lip}}{PKB_t^{list} - PKB_t^{lip}}}{PKB_t^{list} / PKB_{19q4}^{list}} \cdot 100$$

Wykres 4.26 Projekcja listopadowa na tle lipcowej: inflacja CPI (r/r, %)



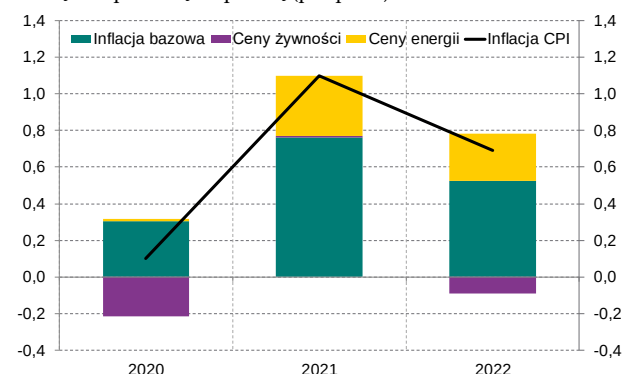
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

działalności firm związanych z dostosowaniami do funkcjonowania w okresie pandemii. Ceny energii są dodatkowo podwyższane przez, wpływającą na ceny paliw, korektę notowań ropy naftowej na rynkach światowych. Do rewizji w górę cen energii przyczynił się także wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ i idącej w ślad za nim zwykłej tendencji cen hurtowych na towarowej giełdzie energii elektrycznej w ostatnich miesiącach. W bieżącej rundzie projekcyjnej uwzględniono również wpływ na ceny napojów obowiązującej od stycznia 2021 r. opłaty cukrowej (uchwalonej w sierpniu br.). Skale korekty inflację ogranicza, wpływająca na krajowe ceny żywności, korzystniejsza niż oczekiwano na etapie formułowania założeń do projekcji lipcowej sytuacja podaży w polskim rolnictwie po tegorocznych zbiorach oraz niższe ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Scenariusz centralny projekcji, przedstawiający najbardziej prawdopodobny rozwój sytuacji makroekonomicznej w Polsce, obarczony jest niepewnością odzwierciedloną w wykresach wachlarzowych (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Najważniejsze źródło ryzyka dla aktywności gospodarczej, oraz – w mniejszym stopniu – dla kształtowania się inflacji w Polsce stanowi dalszy przebieg pandemii. Wpływ pandemii na zmiany inflacji jest bowiem wypadkową, z jednej strony, zmian popytu, a z drugiej – kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw. Bilans czynników niepewności w przypadku dynamiki PKB i inflacji CPI wskazuje na bardziej prawdopodobne ukształtowanie się tych kategorii poniżej scenariusza centralnego projekcji (Tabela 4.3). Przy założeniu braku zmiany stopy referencyjnej NBP prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji CPI w symetrycznym przedziale odchył od celu inflacyjnego NBP (określonego jako 2,5% +/- 1 pkt proc. w średnim okresie) w pierwszych kwartałach obniża się, a

Wykres 4.27 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.)



Źródło: obliczenia NBP.

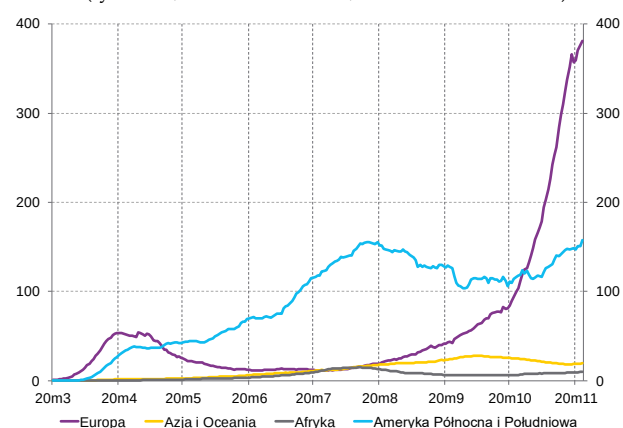
Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od wielkości z Tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Tabela 4.3 Prawdopodobieństwo, że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
20q4	0,00	0,13	0,95	0,50	0,95
21q1	0,15	0,62	0,96	0,54	0,81
21q2	0,14	0,43	0,79	0,56	0,65
21q3	0,23	0,51	0,80	0,58	0,57
21q4	0,30	0,56	0,81	0,59	0,52
22q1	0,37	0,62	0,85	0,58	0,48
22q2	0,30	0,53	0,77	0,58	0,47
22q3	0,25	0,48	0,72	0,56	0,46
22q4	0,20	0,39	0,63	0,54	0,43

Źródło: obliczenia NBP.

Wykres 4.28 Dzienna liczba nowych przypadków COVID-19 na świecie (tys. osób, 7-dniowa średnia, na mln mieszkańców)



Źródło: Johns Hopkins University, obliczenia NBP.

następnie stabilizuje się na poziomie zbliżonym do 45% do końca horyzontu projekcji (Tabela 4.3).

Ostrzejszy przebieg pandemii połączony z trwałym obniżeniem aktywności gospodarczej w Polsce

W bieżącej rundzie progностycznej głównym ryzykiem dla realizacji centralnego scenariusza projekcyjnego jest ostrzejszy niż założono przebieg pandemii koronawirusa. Zakłada on, że całkowite opanowanie pandemii nie będzie możliwe w horyzoncie projekcji, ze względu na brak skutecznych i powszechnych metod leczenia lub zapobiegania nowym zakażeniom COVID-19. Wysoka liczba nowych zakażeń może wymagać wprowadzenia przez rządy poszczególnych krajów bardziej radykalnych lub długotrwałych obostrzeń i ograniczeń administracyjnych na działalność gospodarczą. Nawet przy ich braku absencje pracowników spowodowane kwarantanną i koniecznością sprawowania opieki nad dziećmi w przypadku zamknięcia szkół i placówek opiekuńczych mogą prowadzić do ograniczenia produkcji, a nawet wstrzymania części działalności gospodarczych. Jednocześnie, absencje pracowników oraz konieczność zachowania odpowiedniego reżimu sanitarnego podwyższałyby koszty funkcjonowania przedsiębiorstw oraz zmniejszałyby wydajność pracy.

Escalacja pandemii przyczyniłaby się do trwałej zmiany zachowań ekonomicznych ludności zgodnie z zasadą zwiększonego dystansu społecznego, co przełożyłoby się na ograniczenie popytu na wiele typów usług osobistych. Utrzymujący się wysoki poziom niepewności i pesymistyczne nastroje podmiotów gospodarczych mogłyby z kolei skutkować wzrostem napięć na rynkach finansowych, ograniczeniem dostępności podmiotów gospodarczych do zewnętrznych źródeł finansowania oraz spadkiem inwestycji przedsiębiorstw. Trwałość tych niekorzystnych

uwarunkowań zwiększałaby wzrost liczby bankructw przedsiębiorstw, na co w największym stopniu byłyby narażone branże usługowe, w szczególności rekreacja i kultura czy gastronomia.

Te negatywne tendencje mogłyby dodatkowo zostać wzmocnione przez zahamowanie lub odwrócenie procesu globalizacji, w tym nasilenie sporów gospodarczych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi, Unią Europejską i Chinami oraz intensyfikację negatywnego efektu *brexitu*. W następstwie tych działań mogłoby dojść do zerwania istniejących globalnych łańcuchów wartości dodanej, co trwale zwiększyłoby skalę zaburzeń w handlu światowym. Trudności z opanowaniem pandemii w niektórych gospodarkach wschodzących mogłyby z kolei przełożyć się na ograniczony dostęp do zagranicznego finansowania ich rosnących potrzeb pożyczkowych i odpływ kapitału.

Kolejnym czynnikiem, który opóźniałby odbudowę aktywności gospodarczej może być ograniczona możliwość dalszych działań pomocowych ze strony polityki gospodarczej oraz nasilenie problemów fiskalnych w najbardziej dotkniętych kryzysem krajach strefy euro skutkujące wzrostem niepewności i pogorszeniem się nastrojów podmiotów gospodarczych.

Dłuższy i ostrzejszy niż założono w scenariuszu bazowym przebieg pandemii koronawirusa oraz materializacja którychś z powyższych ryzyk, przyczyniłaby się do wydłużonego w czasie obniżenia aktywności ekonomicznej w gospodarce światowej, w tym również w Polsce. Istotne ograniczenie inwestycji przedsiębiorstw, absencje pracowników, pozostawanie młodych osób poza rynkiem pracy oraz wolniejsza dynamika łącznej

produktywności czynników produkcji skutkowałyby bowiem trwałym ubytkiem potencjału wytwórczego krajowej gospodarki.

Łagodniejszy przebieg pandemii połączony z szybszym powrotem do ścieżki długookresowego tempa wzrostu

Z drugiej strony, możliwy – choć znacznie mniej prawdopodobny – jest łagodniejszy rozwój pandemii za granicą i w Polsce względem scenariusza bazowego. Mogłoby się do tego przyczynić osiągnięcie wysokiej skuteczności wprowadzanych obostrzeń, bardziej restrykcyjne przestrzeganie reżimu sanitarnego czy istotne postępy w leczeniu lub zapobieganiu COVID-19. W takim wypadku zasady dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej szybciej powróciłyby do stanu zbliżonego do tego sprzed pandemii, a nastroje gospodarstw domowych i przedsiębiorstw poprawiłyby się. Pozytywnie na aktywność gospodarczą oddziaływałyby ograniczenie absencji pracowników. Wraz z możliwością złagodzenia reżimu sanitarnego wpłynęłoby to także na obniżenie kosztów przedsiębiorstw i wzrost wydajności pracy.

Poprawa globalnego sentymentu przełożyłaby się na zmniejszenie napięć w handlu światowym i wzrost wolumenu międzynarodowej wymiany handlowej. W tym scenariuszu podjęte działania fiskalne i monetarne okazałyby się wystarczającym wsparciem dla podmiotów gospodarczych, umożliwiając relatywnie szybki wzrost aktywności ekonomicznej oraz odbudowę potencjału wytwórczego. Szybszy wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych przy utrzymaniu założenia o niskim poziomie stóp procentowych sprzyjałby dodatkowo inwestycjom mieszkaniowym. Pozytywnie na wzrost gospodarczy w Polsce oddziaływałoby również – nie uwzględnione w scenariuszu centralnym projekcji – wprowadzenie w życie nowego pakietu stymulacyjnego tzw. Instrumentu na rzecz

odbudowy gospodarczej UE (*Next Generation EU*), który w optymistycznym wariantcie mógłby zacząć obowiązywać już w 2021 r.

W scenariuszu łagodniejszego rozwoju pandemii, przy istotnym spadku niepewności aktywność gospodarcza powróciłaby do końca 2022 r. do poziomu zbliżonego do prognozowanego przed wybuchem pandemii.

Ceny surowców energetycznych i rolnych

Istotnym źródłem niepewności dla ścieżki inflacji w scenariuszu bazowym projekcji – poza niepewnością związaną z przyszłym przebiegiem pandemii i jej wpływem na krajową gospodarkę – pozostają zmiany cen surowców energetycznych i rolnych zarówno na globalnych, jak i lokalnych rynkach. Ceny ropy naftowej i innych surowców energetycznych na rynkach światowych mogą podlegać istotnym wahaniom nie tylko z powodu zmian popytu, ale również pod wpływem działań podejmowanych przez głównych producentów w reakcji na ich sytuację budżetową bądź kondycję krajowych sektorów wydobywczych, w tym sytuację finansową prywatnych spółek. Ryzyko wyraźnego odchylenia warunków pogodowych względem wieloletniej średniej w Polsce i w krajach będących istotnymi producentami żywności oraz rozprzestrzenianie się choroby ASF w Unii Europejskiej stanowi z kolei dodatkowe istotne źródło niepewności dla kształtowania się cen żywności w horyzoncie projekcji.

Tabela 4.4 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2019				2020				2021				2022				2019	2020	2021	2022
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	1,2	2,4	2,8	2,8	4,5	3,2	3,0	2,9	2,4	2,8	2,7	2,6	2,4	2,7	2,8	3,1	2,3	3,4	2,6	2,7
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,1	1,8	2,2	2,7	3,4	3,8	4,2	4,2	3,6	2,8	2,6	2,4	2,6	2,9	3,0	3,3	2,0	3,9	2,8	3,0
Ceny żywności (% r/r)	1,8	4,7	6,7	6,5	7,7	6,4	3,2	2,0	0,9	0,9	1,9	2,6	2,3	2,0	2,2	2,8	4,9	4,8	1,6	2,3
Ceny energii (% r/r)	0,8	1,2	-1,2	-2,3	3,6	-4,2	-1,6	-0,4	0,1	6,1	4,7	3,6	1,7	2,9	3,0	3,2	-0,4	-0,9	3,6	2,7
PKB (% r/r)	5,3	5,1	4,4	3,6	1,9	-8,4	-1,2	-6,5	-4,5	7,5	1,6	8,4	6,6	6,4	5,1	4,8	4,5	-3,5	3,1	5,7
Popyt krajowy (% r/r)	3,8	5,0	3,7	1,9	1,0	-9,9	-2,5	-7,6	-5,3	8,3	2,3	10,3	8,9	8,3	6,9	6,1	3,5	-4,7	3,6	7,5
Spożycie gospodarstw domowych (% r/r)	3,9	4,4	4,1	3,6	1,2	-10,8	-0,4	-7,5	-3,3	11,4	0,2	8,6	5,5	5,6	5,5	5,4	4,0	-4,2	3,9	5,5
Spożycie publiczne (% r/r)	8,7	5,5	6,8	4,5	2,6	3,4	2,8	5,8	3,8	4,1	6,7	3,8	5,6	5,4	3,5	4,4	6,2	3,6	4,6	4,7
Nakłady brutto na środki trwałe (% r/r)	11,5	8,7	4,3	6,2	0,9	-10,7	-7,5	-14,8	-13,9	-0,8	-1,6	5,4	9,6	9,7	5,3	5,5	7,2	-8,2	-3,0	7,5
Wkład eksportu netto (pkt proc., r/r)	1,6	0,3	0,8	1,7	0,9	1,1	1,2	0,8	0,7	-0,4	-0,5	-1,5	-2,0	-1,7	-1,7	-1,1	1,1	1,1	-0,4	-1,6
Eksport (% r/r)	8,6	3,7	5,5	3,0	2,0	-14,5	-2,5	-10,4	-6,2	14,5	3,5	14,7	11,7	12,2	9,7	8,7	5,1	-6,4	6,1	10,5
Import (% r/r)	6,1	3,4	4,3	-0,3	0,4	-18,0	-5,1	-12,6	-7,9	16,7	4,8	18,9	16,4	16,3	13,4	11,2	3,3	-8,7	7,4	14,2
Wynagrodzenia (% r/r)	7,1	7,0	7,7	6,9	7,7	3,8	4,4	4,2	3,4	6,1	5,4	5,9	6,6	7,1	7,4	7,0	7,2	4,9	5,2	7,0
Pracujący (% r/r)	-0,4	-0,5	0,0	0,4	0,9	-1,3	-1,7	-2,5	-3,8	-2,1	-1,5	-0,2	1,5	1,4	1,4	1,2	-0,1	-1,2	-1,9	1,4
Stopa bezrobocia (%)	3,8	3,2	3,1	3,0	3,2	3,0	3,9	4,7	5,6	5,6	5,4	5,0	4,7	4,5	4,2	4,0	3,3	3,7	5,4	4,4
NAWRU (%)	4,1	3,9	3,8	3,7	3,8	4,3	4,3	4,3	4,4	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,7	4,8	3,9	4,2	4,5	4,7
Stopa aktywności zawodowej (%)	56,2	56,2	56,2	56,1	56,3	55,5	55,7	55,7	55,6	55,8	55,8	55,9	55,9	55,9	55,9	56,0	56,2	55,8	55,8	55,9
Wydajność pracy (% r/r)	5,8	5,6	4,4	3,2	1,0	-7,2	0,5	-4,1	-0,6	9,9	3,2	8,5	5,0	4,9	3,6	3,5	4,7	-2,3	5,1	4,3
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,3	1,4	3,2	3,6	6,7	11,9	3,9	8,6	4,0	-3,5	2,1	-2,5	1,5	2,1	3,7	3,3	2,4	7,6	-0,1	2,7
Produkt potencjalny (% r/r)	3,7	3,8	3,8	3,7	3,3	0,6	0,5	-0,3	0,2	2,7	2,5	3,2	2,8	2,9	3,0	3,1	3,7	1,0	2,1	2,9
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	2,4	2,4	2,0	1,4	1,2	-6,7	0,2	-4,9	-3,5	-2,2	-0,6	-0,1	0,0	1,1	1,4	1,6	2,0	-2,5	-1,6	1,0
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	0,89	0,93	0,91	0,97	0,96	0,89	0,86	0,87	0,87	0,89	0,89	0,88	0,87	0,89	0,90	0,88	0,93	0,90	0,88	0,89
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,66	0,57	0,52	0,59	0,53	0,36	0,42	0,47	0,49	0,48	0,49	0,51	0,52	0,50	0,50	0,52	0,59	0,45	0,49	0,51
Inflacja za granicą (% r/r)	1,9	2,0	2,0	1,9	2,0	2,8	0,3	0,2	0,2	-0,8	2,0	1,9	1,9	1,7	1,4	1,3	2,0	1,3	0,8	1,6
PKB za granicą (% r/r)	1,5	1,2	1,3	1,0	-2,6	-14,5	-4,7	-7,1	-3,2	11,6	1,2	5,0	4,8	4,2	3,5	2,9	1,3	-7,2	3,4	3,9
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,0	1,4	1,9	2,5	3,3	4,7	6,1	6,3	6,9	6,1	5,1	4,5	3,5	2,8	2,3	1,9	2,5	6,3	4,5	1,9
WIBOR 3M (%)	1,72	1,72	1,72	1,71	1,62	0,58	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	1,72	0,67	0,24	0,24

Źródło: dane Bloomberg, Eurostat, GUS, obliczenia NBP.

Dla większości zmiennych wartości do I kw. 2020 r. są wyznaczone w oparciu o wielkość surowe, natomiast w horyzoncie projekcji są prezentowane dane odsezonowane. W przypadku stopy bezrobocia, stopy NAWRU, stopy aktywności zawodowej, dynamiki produktu potencjalnego, poziomu luki popytowej, indeksu cen surowców rolnych, indeksu cen surowców energetycznych, inflacji za granicą oraz dynamiki PKB za granicą podano jedynie dane odsezonowane, a dla stopy WIBOR 3M i dynamiki cen importu są to szeregi nieodsezonowane.

Dla danych o liczbie pracujących, aktywności zawodowej i stopie bezrobocia źródłem są dane BAEL. W skład indeksu cen surowców rolnych wchodzi notowania cen pszenicy, wieprzowiny, odtuszczonego mleka w proszku, masła, cukru, kakao, kawy, zamrożonego soku pomarańczowego, ziemniaków oraz rzepaku, 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 maj – sierpień 2020 r.

■ Data: 28 maja 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie stopy referencyjnej NBP o 40 p. b. oraz ustalenie wysokości stóp procentowych NBP na następującym poziomie:

- stopa referencyjna 0,10%
- stopa lombardowa 0,50%
- stopa depozytowa 0,00%
- stopa redyskontowa weksli 0,11%
- stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
C. Kochalski
E. M. Łon
R. Sura
J. Żyżyński

Przeciw: E. Gatnar
Ł. J. Hardt
J. J. Kropiwnicki
K. Zubelewicz

■ Data: 28 maja 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2020 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

RPP obniżyła stopę referencyjną NBP o 40 p.b. oraz ustaliła wysokość stóp procentowych NBP na następującym poziomie:

- stopa referencyjna 0,10%
- stopa lombardowa 0,50%
- stopa depozytowa 0,00%
- stopa redyskontowa weksli 0,11%
- stopa dyskontowa weksli 0,12%.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
C. Kochalski
E. M. Łon
R. Sura
J. Żyżyński

Przeciw: E. Gatnar
Ł. J. Hardt
J. J. Kropiwnicki
K. Zubelewicz

■ Data: 28 maja 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2020 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
C. Kochalski
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
R. Sura
K. Zubelewicz
J. Żyżyński

Przeciw:

■ Data: 28 maja 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 9/2020 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2019.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
C. Kochalski
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
R. Sura
K. Zubelewicz
J. Żyżyński

Przeciw:

■ Data: 28 maja 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 10/2020 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2019 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
C. Kochalski
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
R. Sura
J. Żyżyński

Przeciw: K. Zubelewicz

■ Data: 28 maja 2020 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 11/2020 zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Glapiński
G. M. Ancyparowicz
E. Gatnar
Ł. J. Hardt
C. Kochalski
J. J. Kropiwnicki
E. M. Łon
R. Sura
K. Zubelewicz
J. Żyżyński

Przeciw:

www.nbp.pl

