

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2015 r.

Raport o inflacji



Raport o inflacji jest dokumentem przedstawiającym ocenę Rady Polityki Pieniężnej (RPP) dotyczącą przebiegu bieżących i przyszłych procesów makroekonomicznych wpływających na inflację. Przedstawiona w rozdziale 4 *Raportu* projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym Narodowego Banku Polskiego. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, Dyrektor Generalny Instytutu Ekonomicznego. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD. Zarząd NBP zaakceptował przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja inflacji 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* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 20 lutego 2015 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie	9
1.2 Procesy inflacyjne za granicą	11
Ramka 1: Kształtowanie się długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro	13
1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe	16
Ramka 2: Rozszerzenie programu skupu aktywów przez EBC	17
Ramka 3: Uwolnienie kursu franka szwajcarskiego i jego możliwy wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych w Polsce	21
1.4 Światowe rynki surowców	23
2 Gospodarka krajowa	27
2.1 Procesy inflacyjne	27
Ramka 4: Wpływ spadku cen ropy naftowej na inflację i PKB w Polsce	29
2.2 Popyt i produkcja	31
2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	38
2.4 Rynek pracy	39
2.5 Rynki aktywów	41
2.6 Kredyt i pieniądz	44
2.7 Bilans płatniczy	47
3 Polityka pieniężna w okresie listopad 2014 – marzec 2015 r.	49
4 Projekcja inflacji i PKB	65
4.1 Synteza	66
4.2 Otoczenie zewnętrzne	68
4.3 Gospodarka polska w latach 2015-2017	72
Ramka 5: Wpływ poprawy <i>terms of trade</i> na saldo handlu zagranicznego Polski	83
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	85
4.5 Źródła niepewności projekcji	88
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2014 – styczeń 2015 r.	95

Synteza

W III i IV kw. ub.r. aktywność gospodarcza na świecie pozostała umiarkowana i utrzymało się wyraźne zróżnicowanie koniunktury między poszczególnymi krajami. W Stanach Zjednoczonych trwało silne ożywienie gospodarcze wspierane przez ekspansywną politykę pieniężną oraz ograniczenie skali zacieśnienia fiskalnego. Natomiast w strefie euro tempo wzrostu PKB pozostało niskie, do czego przyczyniły się problemy strukturalne części krajów, w tym utrzymywanie się wysokiego poziomu zadłużenia i związana z nim ujemna dynamika akcji kredytowej. W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej obniżyła się, w tym w Rosji spowolniła w pobliże zera. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika aktywności gospodarczej pozostała umiarkowana, do czego przyczynił się niski popyt ze strefy euro oraz Rosji.

Od publikacji ostatniego *Raportu* inflacja w większości gospodarek znacząco się obniżyła, a w wielu z nich pojawiła się deflacja. Niższa dynamika cen wynikała z silnego spadku cen ropy naftowej na światowych rynkach surowcowych w warunkach umiarkowanego wzrostu gospodarczego na świecie. W Stanach Zjednoczonych dynamika cen konsumpcyjnych spowolniła poniżej 1,0% r/r pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego w tym kraju, zaś w strefie euro pojawiła się deflacja w warunkach niskiej aktywności gospodarczej. W części gospodarek wschodzących, w tym w Rosji, spadek inflacji był ograniczany przez deprecjację kursów ich walut. W większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej dynamika cen spadała poniżej zera.

W warunkach niskiej dynamiki cen, nominalne stopy procentowe głównych banków centralnych pozostają na historycznie niskim poziomie. Jednocześnie zróżnicowanie koniunktury w poszczególnych gospodarkach przyczyniło się do dalszej dywergencji polityki pieniężnej głównych banków centralnych. Fed wskazuje na możliwość podwyższenia stóp w 2015 r., podczas gdy EBC istotnie zwiększył skalę łagodzenia ilościowego. W krajach europejskich silnie powiązanych ze strefą euro polityka pieniężna została złagodzona, w niektórych z nich również poprzez sprowadzenie stopy referencyjnej poniżej zera. W szczególności SNB obniżył stopy procentowe do ujemnego poziomu, choć jednoczesna rezygnacja z asymetrycznego celu kursowego względem euro przejściowo zaostrzyła warunki monetarne. Polityka pieniężna została złagodzona w części z tych gospodarek, w których inflacja wyraźnie obniżyła się na skutek spadku cen surowców. Z kolei w niektórych gospodarkach, gdzie wzrost awersji do ryzyka spowodował deprecjację, banki centralne podwyższyły stopy procentowe oraz interweniowały na rynku walutowym.

Dywergencja polityki pieniężnej głównych banków centralnych, osłabienie perspektyw wzrostu gospodarki światowej i nasilenie się zagrożeń geopolitycznych były głównymi czynnikami kształtującymi ceny aktywów i kursy walutowe na świecie od publikacji poprzedniego *Raportu*. Dolar amerykański wyraźnie się umocnił, zwłaszcza wobec euro, co związane było z sygnalizowaną przez Fed możliwością podwyższenia stóp procentowych w 2015 r., poluzowaniem polityki EBC oraz wzrostem awersji do ryzyka na rynkach światowych. Wzrosła presja aprecyjna na kursy walut krajów uznawanych za bezpieczne, zwłaszcza franka szwajcarskiego, który umocnił się istotnie po rezygnacji SNB z asymetrycznego celu kursowego względem euro. Umocnieniu walut krajów uznawanych za bezpieczne i deprecjacji walut krajów rozwijających się towarzyszył spadek rentowności obligacji skarbowych w wielu gospodarkach. Był on

szczególnie silny w krajach strefy euro, do czego przyczyniło się zwiększenie skali skupowanych aktywów przez EBC. Indeksy giełdowe na świecie wzrosły. Szczególnie silny wzrost cen akcji miał miejsce w strefie euro, do czego przyczyniło się ogłoszenie silnego poluzowania ilościowego przez EBC.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce pozostała ujemna i na koniec 2014 r. obniżyła się do -1,0% r/r¹. Pogłębienie deflacji wynikało przede wszystkim z dalszego obniżania się cen paliw i żywności, które było związane z wyraźnym spadkiem cen surowców na rynkach światowych. Obniżaniu się dynamiki cen konsumpcyjnych sprzyjał brak presji popytowej widoczny w spadku wszystkich miar inflacji bazowej oraz brak presji kosztowej odzwierciedlony w deflacji wskaźnika PPI i spadku cen importu. Większość miar oczekiwań inflacyjnych obniżyła się, jakkolwiek oczekiwania większości ankietowanych podmiotów pozostają dodatnie.

Wzrost gospodarczy w Polsce utrzymał się w IV i III kw. ub.r. na poziomie zbliżonym do 3,0%, choć nieco spowolnił. Motorem wzrostu pozostał popyt krajowy. W szczególności odnotowano wysokie tempo wzrostu inwestycji, do czego przyczyniła się dobra sytuacja finansowa firm i wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, któremu towarzyszyło przyspieszenie dynamiki inwestycji samorządów oraz inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych. Wzrostowi aktywności gospodarczej w kraju sprzyjał także stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego wspierany przez poprawę zarówno sytuacji na rynku pracy, jak i nastrojów konsumentów. W warunkach słabego popytu zagranicznego wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał ujemny.

Wzrost liczby pracujących w gospodarce w III i IV kw. ub.r. przyspieszył, co dotyczyło głównie usług i było związane z ożywieniem w tym sektorze. Wzrostowi zatrudnienia towarzyszy spadek bezrobocia. Mimo to stabilny wzrost wynagrodzeń oraz umiarkowana dynamika jednostkowych kosztów pracy wskazują na utrzymujący się brak presji płacowej.

Po obniżeniu stóp procentowych o 0,50 pkt proc. w październiku ub.r., Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała stopy procentowe NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 2,0%². Uczestnicy rynku finansowego oczekują jednak dalszego obniżenia stóp procentowych NBP, łącznie o 0,50 pkt proc. do połowy br. Oczekiwania na obniżenie stóp procentowych NBP oraz złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC przełożyły się na spadek rentowności polskich obligacji skarbowych do historycznych minimów. Jednocześnie ceny akcji w Polsce spadły, do czego przyczynił się wzrost awersji do ryzyka. Kurs złotego osłabił się w relacji do dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego, umacniając się wobec euro. Zmiany kursu złotego wobec głównych walut były determinowane w przeważającym stopniu przez czynniki zewnętrzne, w tym zwłaszcza politykę pieniężną głównych banków centralnych oraz wzrost awersji do ryzyka. Na rynku mieszkaniowym w Polsce utrzymało się ożywienie, co było widoczne w wysokim poziomie sprzedaży mieszkań, któremu towarzyszyła stabilizacja ich cen. Ożywieniu temu sprzyjała poprawa sytuacji na rynku pracy, wysoka dostępność kredytów mieszkaniowych i ich relatywnie niskie oprocentowanie.

¹ Według wstępnych danych GUS w styczniu 2015 r. inflacja obniżyła się do -1,3% r/r. Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane w następstwie zmiany wag w koszyku CPI przeprowadzanej na początku każdego roku.

² Na marcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 0,50 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 1,50%. Jednocześnie Rada ogłosiła, że decyzja ta oznacza zamknięcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

Wzrost akcji kredytowej – pomimo pewnego przyspieszenia – pozostał umiarkowany. Wzrost dynamiki kredytu ogółem był związany ze zwiększeniem dynamiki kredytu dla przedsiębiorstw, który był wspierany przez łagodzenie kryteriów kredytowych oraz spadek oprocentowania kredytów. Dynamika kredytu dla gospodarstw domowych nieznacznie się obniżyła, do czego przyczynić się mogło pewne zaostrzenie polityki kredytowej banków w tej kategorii kredytów.

W III kw. 2014 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących nieznacznie się pogłębił, pozostając jednak na niskim poziomie. Wyższy niż rok wcześniej deficyt wynikał w części ze zwiększenia się dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich. Do pogłębienia deficytu przyczyniła się także słabnąca dynamika popytu zagranicznego przy jednoczesnym przyspieszeniu wzrostu popytu krajowego, co zmniejszyło nadwyżkę w polskim handlu zagranicznym. Konsekwencją pogłębienia się deficytu na rachunku obrotów bieżących w III kw. ub.r. było niewielkie pogorszenie się części wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski wobec II kw. Utrzymała się natomiast nadwyżka na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych.

Raport ma następującą strukturę: w rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w rozdziale 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej (ang. *minutes*) w okresie listopad 2014 - luty 2015 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. są umieszczone w rozdziale 3. Opis dyskusji na marcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 19 marca 2015 r., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie październik 2014 - styczeń 2015 r. znajdują się w rozdziale 5. Ponadto w niniejszym *Raporcie* zamieszczono cztery ramki: „Kształtowanie się długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro”, „Rozszerzenie programu skupu aktywów przez EBC”, „Uwolnienie kursu franka szwajcarskiego i jego możliwy wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych w Polsce” oraz „Wpływ spadku cen ropy naftowej na inflację i PKB w Polsce”.

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 projekcją – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 17 lutego 2015 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -1,0 – 0,0% w 2015 r. (wobec 0,4 – 1,7% w projekcji z listopada 2014 r.), -0,1 – 1,8% w 2016 r. (wobec 0,6 – 2,3%) oraz 0,1 – 2,2% w 2017 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,7 – 4,2% w 2015 r. (wobec 2,0 – 3,7% w projekcji z listopada 2014 r.), 2,2 – 4,4% w 2016 r. (wobec 1,9 – 4,2%) oraz 2,4 – 4,6% w 2017 r.

1 Otoczenie polskiej gospodarki

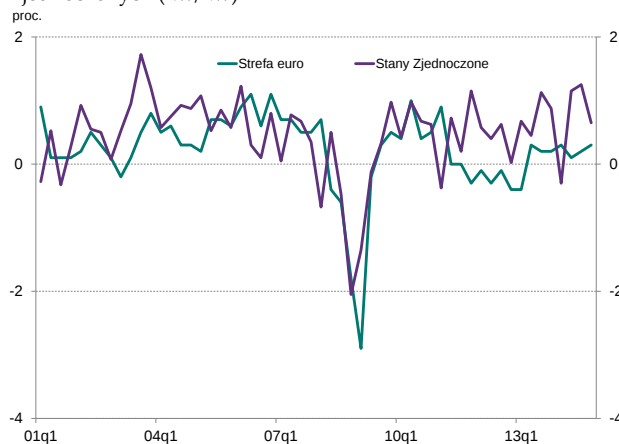
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie

Aktywność gospodarcza na świecie w III i IV kw. ub.r. pozostała umiarkowana. Jednocześnie utrzymało się wyraźne zróżnicowanie koniunktury między poszczególnymi krajami. W Stanach Zjednoczonych trwało ożywienie gospodarcze, natomiast w strefie euro tempo wzrostu PKB pozostało niskie (Wykres 1.1). W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej obniżyła się, w tym w Rosji spowolniła w pobliże zera.

W Stanach Zjednoczonych w III i IV kw. ub.r. trwało silne ożywienie gospodarcze (Wykres 1.1)^{3,4}. Wzrost gospodarczy był wspierany przez ekspansywną politykę pieniężną oraz ograniczenie skali zacieśnienia fiskalnego. Jednocześnie silnie wzrastało zatrudnienie i nadal obniżało się bezrobocie (Wykres 1.3) oraz poprawiały się nastroje konsumentów. W rezultacie dynamika konsumpcji przyspieszała. Zarazem rosły inwestycje, a także utrzymywał się relatywnie wysoki wzrost produkcji przemysłowej i korzystne nastroje przedsiębiorców⁵.

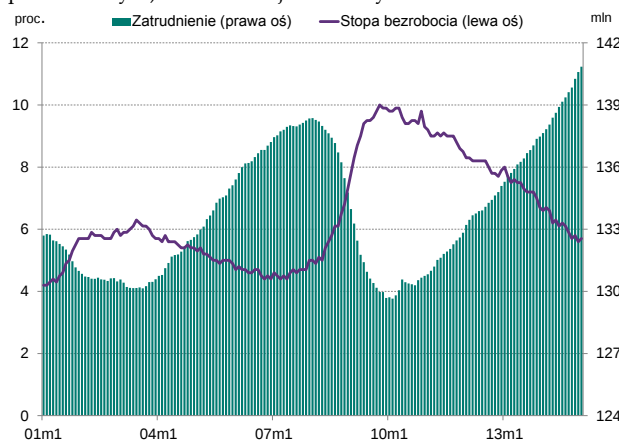
Tymczasem w strefie euro wzrost gospodarczy w III i IV kw. ub.r. utrzymał się na niskim poziomie (odpowiednio 0,2% i 0,3% kw/kw; Wykres 1.4). W największej gospodarce tego obszaru walutowego – Niemczech – dynamika PKB po spowolnieniu w pobliże zera w II i III kw., w IV kw. ub.r. przyspieszyła do 0,7% kw/kw. Równocześnie w części krajów strefy euro, w których PKB w

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



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.2 Stopa bezrobocia i poziom zatrudnienia (w sektorze pozarolniczym) w Stanach Zjednoczonych



Źródło: Dane BLS.

³ W III i IV kw. ub.r. dynamika PKB w Stanach Zjednoczonych wyniosła odpowiednio 1,2% i 0,7% kw/kw wobec 1,0% kw/kw w II kw. ub.r.

⁴ Prezentowane w tym rozdziale dane dotyczące kwartalnego tempa wzrostu PKB są wyrównane sezonowo.

⁵ Po relatywnie wysokim wzroście w III kw. (1,9% kw/kw), w IV kw. ub.r. dynamika inwestycji spowolniła do 0,6% kw/kw.

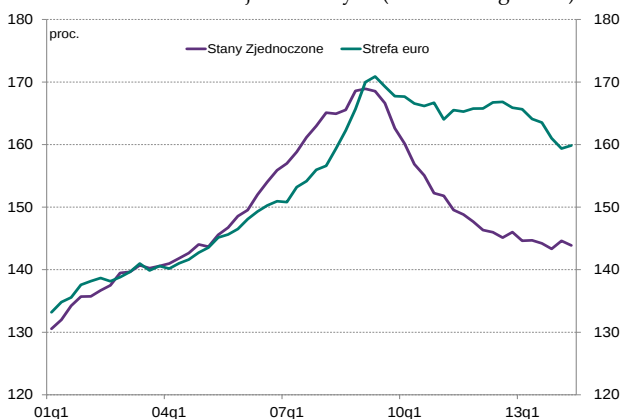
poprzednich latach obniżał się (w tym w Hiszpanii, Grecji i Portugalii)⁶, ożywienie gospodarcze się utrzymywało. Natomiast w części dużych gospodarek, w tym we Francji i Włoszech, dynamika aktywności gospodarczej pozostała bliska zera.

Negatywnie na dynamikę aktywności gospodarczej w strefie euro wciąż oddziaływały problemy strukturalne części krajów, w tym utrzymywanie się wysokiego poziomu zadłużenia przekładające się na ujemną dynamikę akcji kredytowej (Wykres 1.4)⁷. Równocześnie ze względu na niską dynamikę popytu zewnętrznego oraz brak oczekiwań na wyraźne przyspieszenie popytu wewnętrznego, niski pozostał popyt inwestycyjny⁸. W tych warunkach dynamika produkcji przemysłowej – pomimo pewnego wzrostu w IV kw. ub.r. – wciąż była niska, a nastroje przedsiębiorców pozostały słabe (Wykres 1.5).

Aktywność gospodarcza w strefie euro była natomiast wspierana przez poprawę sytuacji na rynku pracy, w szczególności wzrost zatrudnienia (Wykres 1.6), a także przez spadek cen paliw zwiększający siłę nabywczą dochodów gospodarstw domowych. W rezultacie w III kw. ub.r. dynamika konsumpcji przyspieszyła, a dane o sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach 2014 r. wskazują na jej dalszy wzrost w IV kw. ub.r.

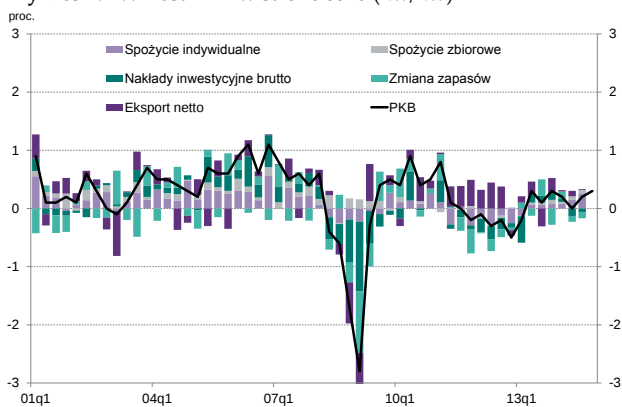
W krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika aktywności gospodarczej w III i w IV kw. ub.r. pozostała umiarkowana (Wykres 1.7). Dynamika aktywności gospodarczej była wspierana przez poprawiającą się sytuację na rynku pracy i nastroje konsumentów, które przyczyniały się wzrostu popytu krajowego, w

Wykres 1.3 Zadłużenie sektora prywatnego niefinansowego w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych (w % rocznego PKB)



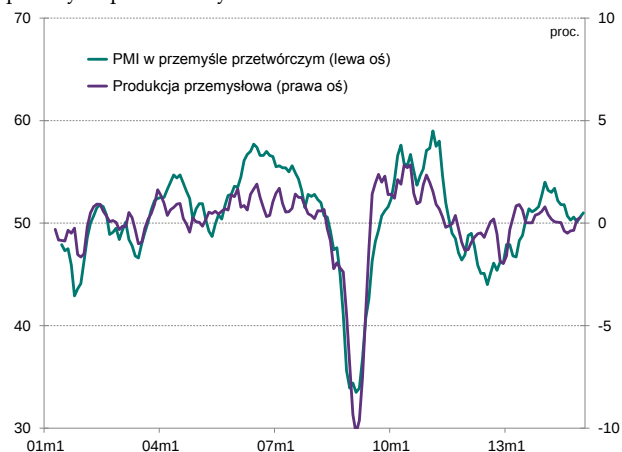
Źródło: Dane BIS, Eurostat, BEA, obliczenia NBP.

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



Źródło: Dane Eurostat.

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



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

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

⁶ Choć PKB Grecji w IV kw. ub.r. obniżył się o 0,2% kw/kw (wobec wzrostu o 0,7% kw/kw w III kw. ub.r.), to roczne tempo wzrostu gospodarczego pozostało wysokie w porównaniu z poprzednimi latami (wyniosło 1,7% r/r).

⁷ Spadek ten jednak stopniowo wyhamowuje.

⁸ W III kw. ub.r. inwestycje obniżyły się.

tym przede wszystkim konsumpcji. Negatywnie na aktywność gospodarczą w krajach tego regionu oddziaływał natomiast utrzymujący się niski popyt ze strefy euro oraz Rosji. W rezultacie w omawianym okresie w wielu z tych gospodarek dynamika eksportu obniżyła się, a dynamika produkcji przemysłowej pozostała niska.

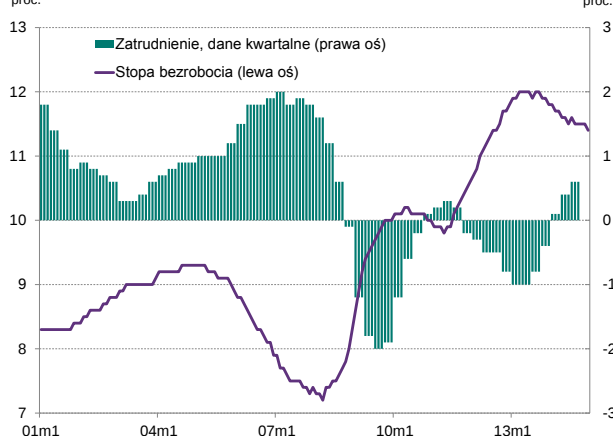
W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej w II połowie ub.r. obniżyła się. W Chinach dynamika PKB spadła do 7,3% r/r w III i IV kw. ub.r. (z 7,5% r/r w II kw.). Negatywnie na aktywność gospodarczą w tej gospodarce oddziaływało przede wszystkim spowolnienie dynamiki inwestycji, przede wszystkim na rynku nieruchomości (Wykres 1.8). Wzrost gospodarczy w Chinach był natomiast wspierany przez silny popyt konsumpcyjny oraz dodatni eksport netto.

W Rosji dynamika PKB w III i w IV kw. ub.r. istotnie spowolniła. Ze względu na konsekwencje gospodarcze wojny z Ukrainą, silny spadek cen ropy i kryzys walutowy, nastroje przedsiębiorstw znacząco się pogorszyły, co doprowadziło do spadku inwestycji. Jednocześnie dynamika sprzedaży detalicznej nieco przyspieszyła. Było to jednak konsekwencją wzrostu oczekiwań inflacyjnych konsumentów na skutek silnej deprecjacji rubla i związanym z nim przyspieszeniem zakupów dóbr trwałego użytku.

1.2 Procesy inflacyjne za granicą

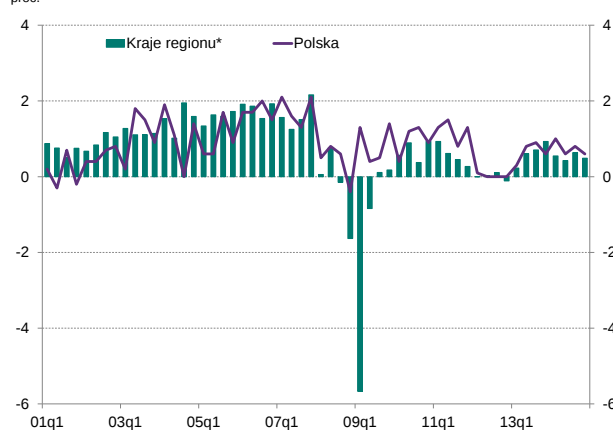
Od publikacji poprzedniego *Raportu*, inflacja w większości gospodarek znacząco się obniżyła (Wykres 1.9), a w wielu z nich pojawiła się deflacja. Niższa inflacja wynikała z silnego spadku cen ropy naftowej na światowych rynkach surowcowych (por. rozdz. *Światowe rynki surowców*), który nastąpił w warunkach umiarkowanego wzrostu gospodarczego na świecie.

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



Źródło: Dane Eurostat.

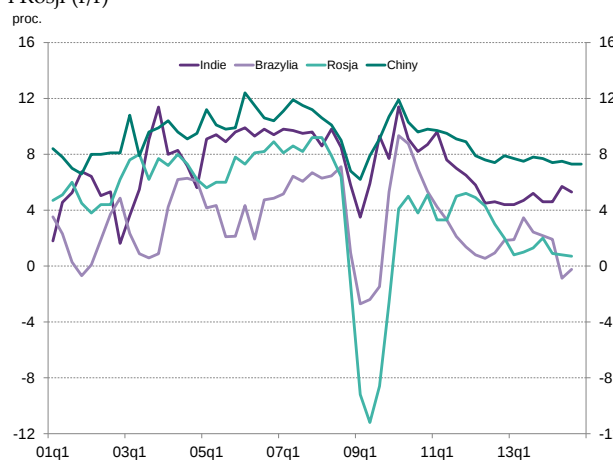
Wykres 1.7 Wzrost PKB w Polsce i krajach regionu* (kw/kw)



Źródło: Bloomberg.

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

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



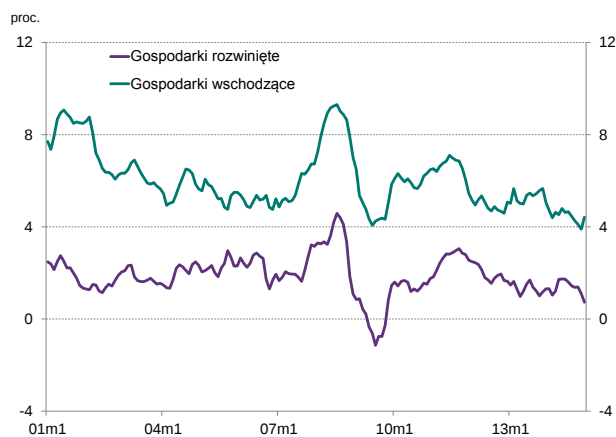
Źródło: Dane Bloomberg.

W Stanach Zjednoczonych dynamika cen konsumpcyjnych spowolniła w grudniu ub.r. do 0,8% r/r (z 1,7% r/r w październiku ub.r.; Wykres 1.10) przy nieznacznym obniżeniu się inflacji bazowej, które nastąpiło pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego. Z kolei w strefie euro silny spadek cen ropy – w warunkach słabego wzrostu gospodarczego i związanego z nim stopniowego obniżania się inflacji bazowej – doprowadził do pojawienia się deflacji (w styczniu br. dynamika cen wyniosła -0,6% r/r).

Również w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej – w warunkach niskiej jak na te kraje dynamiki aktywności gospodarczej – dynamika cen spadła poniżej zera (Wykres 1.11). Obniżenie inflacji w krajach tego regionu wynikało – obok znacznego spadku cen energii – także ze spadku cen żywności, który był związany z korzystnymi zbiorami.

W Chinach, spadek cen paliw i żywności wraz z relatywnie niską dynamiką aktywności gospodarczej przyczynił się do obniżenia inflacji do poziomu najniższego od pięciu lat. Natomiast w części gospodarek wschodzących spadek inflacji był ograniczany przez deprecjację kursów ich walut. W Rosji silna deprecjacja rubla oraz wprowadzenie ograniczeń importu żywności z krajów UE spowodowała istotne przyspieszenie dynamiki cen (do 15,0% r/r w styczniu br. wobec 8,3% r/r w październiku ub.r.).

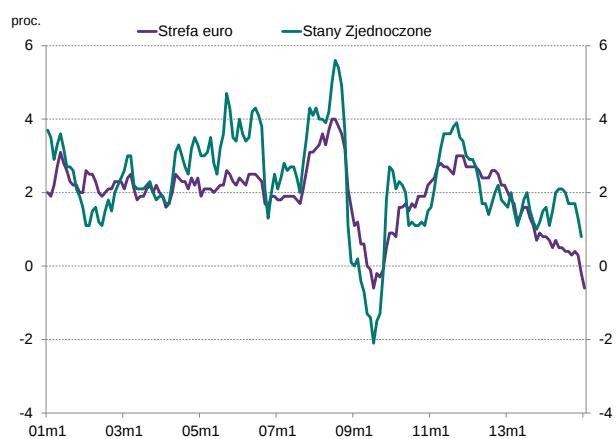
Wykres 1.9 Inflacja w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących* (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

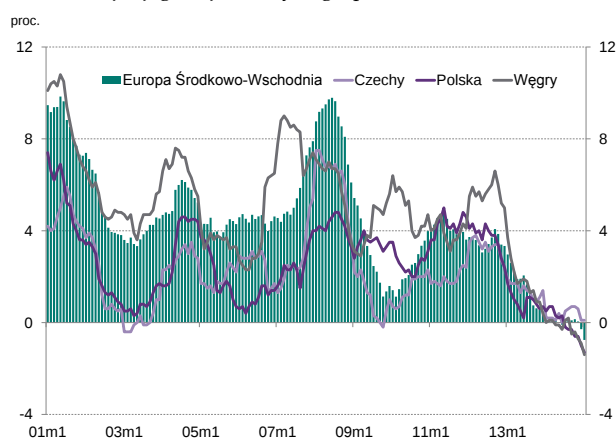
* Średnia inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (80% PKB w tej grupie krajów), ważona PKB.

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



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.11 Inflacja CPI w regionie Europy Środkowo-Wschodniej* i jego największych gospodarkach (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

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

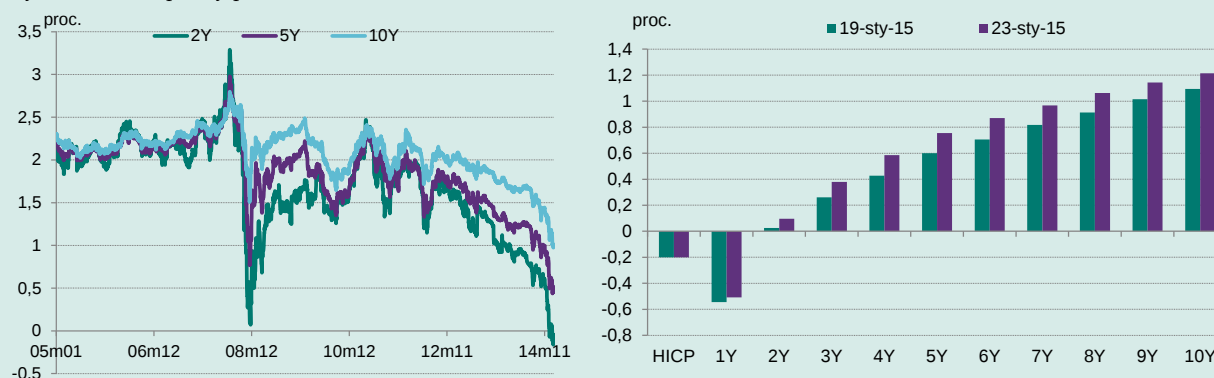
Ramka 1: Kształtowanie się długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro

Niski wzrost gospodarczy w strefie euro i obniżenie inflacji poniżej zera, a także ograniczona skuteczność dotychczasowego łagodzenia polityki pieniężnej, skłoniły EBC w styczniu b.r. do rozpoczęcia zakupów obligacji skarbowych państw strefy euro (por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*). W opinii EBC podjęta decyzja jest nakierowana na podwyższenie inflacji i trwałe zakotwiczenie średnio- i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu banku centralnego, a więc poniżej, ale blisko 2%. Kształtowanie się oczekiwań co do przyszłej inflacji w strefie euro nabrało dla EBC szczególnego znaczenia, ponieważ nominalne krótkoterminowe stopy procentowe są tam od dłuższego czasu zbliżone do zera, przez co o realnym poziomie długoterminowych stóp procentowych decydują właśnie długookresowe oczekiwania inflacyjne.

Pomiar średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych dokonywany jest za pomocą badań ankietowych lub w oparciu o informacje zawarte w cenach instrumentów finansowych. W przypadku strefy euro spośród rynkowych miar oczekiwań inflacyjnych szczególnie przydatne w analizie średnio- i długookresowych oczekiwań inflacyjnych są instrumenty pochodne – swapy i opcje – w których instrumentem bazowym jest wskaźnik inflacji (na ogół HICP po wyłączeniu wyrobów tytoniowych)⁹.

W zerokuponowym swapie inflacyjnym o zapadalności T strony „zakładają się” o wielkość przyszłej zmiany indeksu cen w horyzoncie T . Jedna strona otrzyma wypłatę postaci: $\text{nominał} \times [(1 + \text{stała stopa})^T - 1]$, a druga strona wypłatę: $\text{nominał} \times [(\text{HICP}_{T-2} / \text{HICP}_{t-2}) - 1]$, gdzie HICP_x reprezentuje wartość jednopodstawowego indeksu cen w okresie x , a t oznacza okres, w którym zawierany jest kontrakt. Wartość pierwszej z wypłat jest znana w chwili zawarcia transakcji, natomiast druga zależy od – nieznanego *ex ante* – poziomu indeksu cen w $T-2$. Aby transakcja była jednakowo atrakcyjna w chwili jej zawierania dla obu stron, wartość bieżąca obu wypłat musi być równa. Zatem kwotowana na rynku stała stopa swapowa reprezentuje oczekiwaną przez uczestników rynku średnią inflację do zapadalności transakcji. Ponieważ w strefie euro kwotowane są kontrakty od 1Y do 30Y, można na tej podstawie odczytać, jakiego – średnio – poziomu inflacji w strefie euro spodziewają się inwestorzy w poszczególnych horyzontach (Wykres R.1.1).

Wykres R.1.1. Stopy swapów inflacyjnych o terminach 2Y, 5Y i 10Y (lewy panel) i krzywa terminowa swapów inflacyjnych na 15 stycznia 2014 r. (prawy panel)

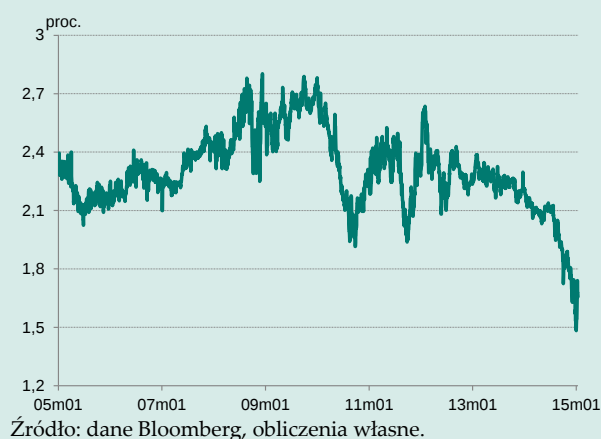


Źródło: dane Bloomberg. Kategoria „HICP” na wykresie w prawym panelu oznacza ostatnią znaną realizację wskaźnika HICP (po wyłączeniu wyrobów tytoniowych) dla strefy euro.

⁹ Inną często wykorzystywaną miarą rynkową oczekiwań inflacyjnych jest tzw. stopa *breakeven*, która wyraża poziom inflacji, jaki powinien się zrealizować, aby rentowność z obligacji stałokuponowych (nominalnych) i indeksowanych do inflacji o tej samej zapadalności była jednakowa w ujęciu nominalnym. Stopa *breakeven* nie jest jednak „czystą” miarą oczekiwań inflacyjnych w horyzoncie wyznaczonym przez datę zapadalności obligacji, ponieważ zawiera również premie za ryzyko (kredytowe emitenta oraz płynności). Ponadto, stopy *breakeven* można wyznaczyć tylko w oparciu o obligacje konkretnych emitentów – np. Włoch, Francji itp. – a co za tym idzie nie można na ich podstawie wyznaczyć oczekiwań inflacyjnych dla całej strefy euro.

Na wykresie R.1.1 przedstawiono historyczną ewolucję stóp swapowych dla trzech wybranych okresów zapadalności oraz aktualną strukturę terminową stóp swapowych poczynając od bieżącej inflacji – bezpośrednio przed (19 stycznia 2015 r.) i po (23 stycznia 2015 r.) ogłoszeniu przez EBC programu zakupu obligacji skarbowych. Pomimo wyraźnie zwiększonej w czasie kryzysu zmienności, długo i średnio-terminowe oczekiwania inflacyjne do III kw. 2012 utrzymywały się na poziomach spójnych z definicją stabilności cen EBC. Od tamtej pory jednak zaczęły się silnie obniżać. Zapowiedź łagodzenia ilościowego przez EBC przyczyniła się do pewnego wzrostu oczekiwań (średnio o 13 pb.; Wykres R.1.1, prawy panel), niemniej uczestnicy rynku wydają się wciąż oczekiwać, że inflacja pozostanie bardzo niska, średnio ok. 1%, przez najbliższe 10 lat.

Wykres R.1.2. Stopa swapa inflacyjnego na 5 lat za 5 lat dla strefy euro



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia własne.

Przez analogię ze strukturą terminową stóp procentowych, na podstawie krzywej terminowej można także wyznaczyć stopy forward inflacji, tj. oczekiwane średnie poziomy inflacji pomiędzy ustalonymi datami w przyszłości. W ten sposób wyznacza się na przykład stopę swapa inflacyjnego na 5 lat za 5 lat (5Y/5Y lub 5Yx5Y) uznawaną przez EBC za najlepsze rynkowe przybliżenie średniookresowych oczekiwań inflacyjnych (Wykres R.1.2). Także ta miara wskazuje na obniżenie się oczekiwań inflacyjnych w strefie euro do historycznie najniższego poziomu i – jak dotąd – nieznaczny ich wzrost w reakcji na zapowiedź łagodzenia ilościowego przez EBC. Po spadku do poziomu 1,5%, stopa 5Yx5Y wzrosła o ok. 15 pb bezpośrednio po zapowiedzi zwiększonych

zakupów aktywów przez EBC, co wskazuje, że uczestnicy rynku nadal oczekują inflacji wyraźnie poniżej 2% w drugiej połowie najbliższej dekady¹⁰.

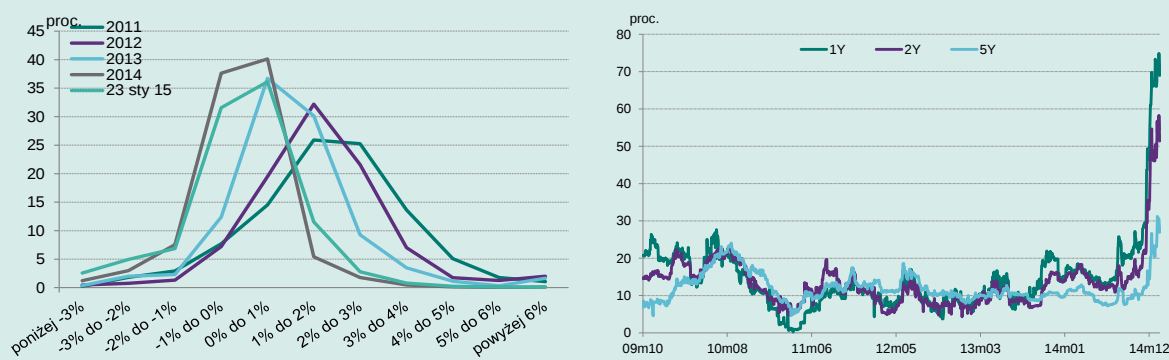
Kolejnym, oprócz swapów, instrumentem pozwalającym na szacowanie oczekiwań uczestników rynku są opcje cap i floor na inflację. Opcja cap wypłaca różnicę między zmianą wskaźnika cen (HICP) w okresie do zapadalności kontraktu a ustaloną stopą wykonania, jeżeli różnica ta będzie dodatnia, natomiast w przeciwnym wypadku wypłata ta jest równa zero. Stopa wykonania jest kwotowana jako średnia zannualizowana inflacja w horyzoncie transakcji. Z kolei opcja floor wypłaca różnicę między stopą wykonania a zmianą wskaźnika cen, jeśli ta różnica jest dodatnia, i zero w przeciwnym wypadku. Podobnie jak kwotowania swapów inflacyjnych, ceny opcji na inflację zawierają informacje o oczekiwaniach uczestników rynku co do przyszłej inflacji. O ile jednak swapy umożliwiają jedynie określenie, gdzie – w przybliżeniu – znajduje się tendencja centralna inflacji w danym horyzoncie w przyszłości, o tyle opcje pozwalają na wyznaczenie całego rozkładu prawdopodobieństwa inflacji w przyszłości (tzw. rozkład implikowany). Z kolei znając rozkład przyszłej inflacji, można – na podstawie jego odchylenia standardowego – oszacować niepewność, jaką widzą inwestorzy wokół tendencji centralnej, a także – analizując skośność rozkładu – związany z wartością oczekiwaną bilans ryzyka¹¹.

¹⁰ Choć naturalne wydaje się traktowanie stopy forwardowej jako inflacji oczekiwanej w ustalonym okresie w przyszłości, ściśle rzecz biorąc nie jest to poprawne. Aby forwardowa stopa swapowa faktycznie wyrażała przyszłą oczekiwaną inflację należałoby do niej dodać korektę (tzw. *convexity adjustment*), której wyznaczenie wymaga już zbudowania i skalibrowania modelu wyceny pochodnych na inflację lub interpolacji kwotowań rynkowych. Ponieważ jednak wartość *convexity adjustment* jest na ogół na tyle mała, że jej dodanie nie zmienia całościowego spojrzenia na tendencje rynkowe (dla stopy 5Y wynosiła 0,5 pb), jest często pomijana w zastosowaniach analitycznych.

¹¹ Przy interpretacji rozkładów implikowanych z cen opcji należy zachować ostrożność, ponieważ opcje są w praktyce kwotowane jedynie dla niektórych poziomów stóp wykonania i pozyskanie całego rozkładu wymaga częściowej interpolacji lub ekstrapolacji brakujących danych. Ponadto, rozkłady implikowane tworzone są przy założeniu neutralności inwestorów wobec ryzyka, podczas gdy w rzeczywistości mogą one charakteryzować się awersją do ryzyka, co implikuje subiektywnie wyższe wartości przypisywane przez nabywców ubezpieczenia wypłatom kontraktów w skrajnych stanach świata. Ponieważ np. silna deflacja jest zdarzeniem charakterystycznym dla bardzo niepożądanego stanu świata, jej implikowane z cen opcji prawdopodobieństwo będzie większe niż

Wykres R.1.3 przedstawia rozkłady implikowane z cen 2-letnich opcji na inflację oszacowane na koniec lat 2011, 2012, 2013, 2014 i na 23 stycznia 2015 r. – tj. bezpośrednio po ogłoszeniu nowego programu luzowania ilościowego przez EBC. Rozkłady potwierdzają widoczną już w kwotowaniach swapów tendencję obniżania się wartości oczekiwanej dwuletniej inflacji w ciągu ostatnich lat (por. Wykres R.1.1, lewy panel), ale wskazują także na istotną zmianę bilansu ryzyka wokół oczekiwanych poziomów inflacji. W 2011 r. oczekiwania inflacyjne inwestorów były jeszcze relatywnie symetryczne, z blisko 50-procentowym prawdopodobieństwem kształtowania się inflacji powyżej 2%. Z każdym kolejnym rokiem rozkłady przesuwają się jednak w lewo, a masa prawdopodobieństwa w prawym ogonie rozkładów konsekwentnie się zmniejszała. Na koniec 2014 r. implikowane prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji powyżej 2% zmniejszyło się do nieco poniżej 3% - i wzrosło nieznacznie, do 4%, po styczniowej decyzji EBC. Jednocześnie w drugiej połowie 2014 r. wyraźnie wzrosło implikowane prawdopodobieństwo deflacji, które w horyzoncie najbliższych 2 lat utrzymuje się na poziomie ok. 50 procent (Wykres R.1.3, prawy panel).

Wykres R.1.3. Rozkłady prawdopodobieństwa 2-letniej inflacji implikowane z cen opcji na HICP w strefie euro (lewy panel) oraz prawdopodobieństwo deflacji w horyzoncie 2 lat (prawy panel)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia własne.

Podsumowując, ceny instrumentów pochodnych – swapów i opcji – na inflację wskazują, że uczestnicy rynku oczekują wydłużonego okresu bardzo niskiej dynamiki cen w strefie euro, a bilans ryzyka wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo utrzymywania się deflacji w kolejnych latach. W tych warunkach zapowiedź poszerzenia przez EBC programu zakupu aktywów – i jego kontynuacji do czasu trwałego powrotu ścieżki inflacji blisko 2% – powinno sprzyjać wzrostowi średnio- i długoterminowych oczekiwań inflacyjnych. Jednocześnie silne luzowanie ilościowe powinno ograniczyć postrzegane przez uczestników rynku prawdopodobieństwo deflacji, co – przy niezmiennych stopach procentowych – oddziałuje w kierunku złagodzenia warunków monetarnych w strefie euro.

w rzeczywistości. Podobnie zawyżone będzie prawdopodobieństwo materializacji bardzo wysokiej inflacji. Z kolei implikowane prawdopodobieństwa zdarzeń mniej dotkliwych będą niedoszacowane w stosunku do wartości rzeczywistych. Zatem awersja inwestorów wobec zdarzeń z ogonów rozkładu sprawia, że ogony w rozkładach implikowanych mogą być grubsze niż w rzeczywistości, a co za tym idzie implikowana niepewność może być większa niż w rzeczywistości. Jednak – choć poziomy prawdopodobieństw implikowanych same w sobie nie niosą istotnych informacji – przy założeniu, że nastawienie inwestorów wobec stanów świata z ogonów rozkładu nie zmienia się znacząco – ewolucja implikowanych rozkładów w czasie (lub pewnych ich parametrów) może być cennym źródłem informacji.

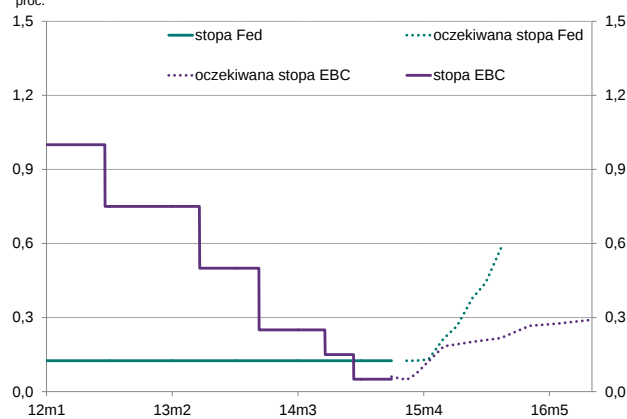
1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe

Stopy procentowe głównych banków centralnych pozostają na historycznie niskim poziomie. Jednocześnie EBC istotnie zwiększył skalę łagodzenia ilościowego, natomiast Fed wskazuje na możliwość podwyższenia stóp w 2015 r. (Wykres 1.12, Wykres 1.13). Dywergencja polityki pieniężnej głównych banków centralnych, osłabienie perspektyw wzrostu gospodarki światowej i nasilenie się zagrożeń geopolitycznych były w ostatnich miesiącach głównymi czynnikami kształtującymi ceny aktywów i kursy walutowe na świecie.

Fed utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, jednocześnie reinwestując zapadające papiery dłużne i dochody z posiadanych papierów, co nadal zwiększa jego sumę bilansową. Jednocześnie Fed sygnalizuje możliwość stopniowego podwyższenia stóp procentowych uzależniając to od kształtowania się zatrudnienia i inflacji. Zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi z końca lutego stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych mogą być podwyższone w IV kw. br.

W ostatnich miesiącach EBC utrzymał stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, w tym depozytową poniżej zera (Wykres 1.12) i kontynuował skup listów zastawnych oraz papierów zabezpieczonych zobowiązaniami, a także przeprowadził kolejną warunkową operację zasilającą w płynność. Jednocześnie ograniczona skuteczność dotychczasowych działań w warunkach nadal niskiego wzrostu gospodarczego, pojawienia się deflacji i silnego spadku oczekiwań inflacyjnych, skłoniły EBC do istotnego zwiększenia skali skupowanych aktywów. Obecnie zakupy papierów dłużnych mają być przeprowadzane co najmniej do września 2016 r. i obejmować obligacje emitowane przez

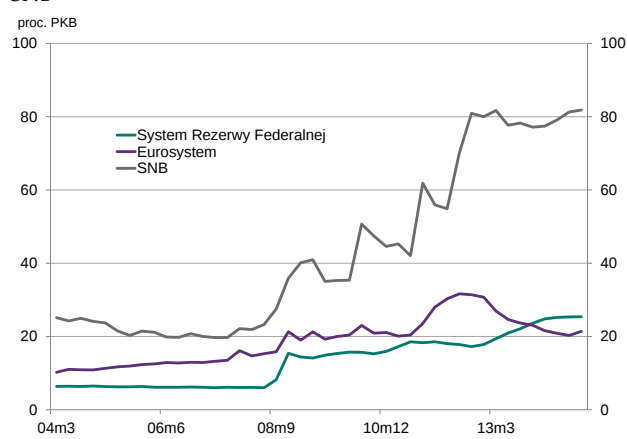
Wykres 1.12 Stopy procentowe głównych banków centralnych* proc.



Źródło: Dane Bloomberg.

*Oczekiwana stopa Fed – *fed funds futures*, oczekiwana stopa EBC – opcje na 3-miesięczny EURIBOR.

Wykres 1.13 Sumy bilansowe głównych banków centralnych i SNB



Źródło: Dane Bloomberg i SNB, obliczenia NBP.

rządy krajów członkowskich, agencje rządowe i instytucje unijne¹². Miesięczna skala zakupów ma wynieść łącznie 60 mld EUR (por. Ramka 2: Rozszerzenie programu skupu aktywów przez EBC)¹³.

Ramka 2: Rozszerzenie programu skupu aktywów przez EBC

22 stycznia 2015 r. EBC ogłosił wprowadzenie poszerzonego programu zakupu aktywów (ang. *expanded asset purchase programme*), który znacząco zwiększył skalę i zakres dotychczasowego luzowania polityki pieniężnej w strefie euro. W ramach programu banki centralne Eurosystemu będą skupować na rynku wtórnym papiery wartościowe – wyemitowane przez sektor publiczny i prywatny – w kwocie 60 mld euro miesięcznie do końca września 2016 r., a w każdym razie do czasu trwałego powrotu ścieżki inflacji do poziomu odpowiadającego celowi inflacyjnemu EBC: poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie.

Tło ekonomiczne nowego programu

W ostatnim roku koniunktura w strefie euro pozostała słaba. W szczególności utrzymało się niskie tempo wzrostu gospodarczego, a inflacja oddaliła się znacząco od celu EBC, co – przy silnym obniżeniu oczekiwań inflacyjnych w strefie euro – zwiększyło ryzyko dla stabilności cen w średnim okresie (por. rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą*, Ramka 1 *Kształtowanie się długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro*). W związku z tym, w ostatnim roku EBC podjął działania mające na celu znaczne złagodzenie warunków monetarnych w strefie euro. Przede wszystkim obniżył stopy procentowe w pobliżu zera, wzmocnił swoje *forward guidance* i zasygnalizował, że będzie dążył do zwiększenia sumy bilansowej Eurosystemu do poziomu z połowy 2012 r., tj. o ok. 900 mld EUR. W tym celu wprowadzono ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (ang. *targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO), rozpoczęto zakupy papierów zabezpieczonych należnościami od niefinansowych podmiotów sektora prywatnego strefy euro (ang. *asset-backed securities*, ABS), a także wznowiono program skupu listów zastawnych.

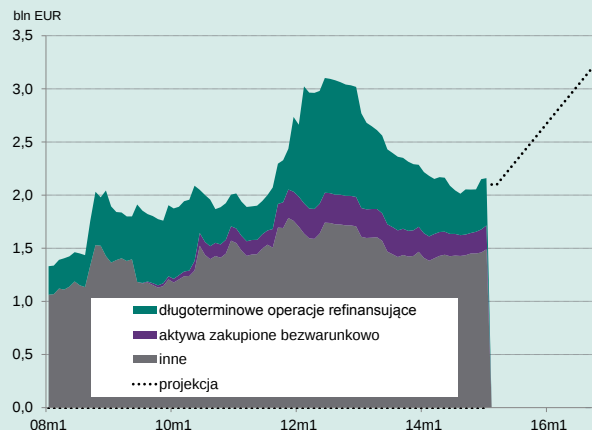
Choć działaniom EBC towarzyszyło pewne obniżenie oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, to okazały się one niewystarczające do osiągnięcia zamierzonego zwiększenia sumy bilansowej (Wykres R.2.1). Popyt banków w operacjach TLTRO był znacznie niższy od limitu ustalonego przez EBC (łącznie 212 mld EUR wobec limitu ok. 400 mld EUR¹⁴), a skala zakupów aktywów niewielka (42,6 mld EUR), prawdopodobnie częściowo ze względu na relatywnie niewielki rozmiar rynku tych aktywów. Dodatkowo wzrost sumy bilansowej Eurosystemu był ograniczany przez spłaty środków pożyczonych przez banki komercyjne w EBC w ramach operacji LTRO (łącznie ok. 1 bln EUR w dwóch operacjach, w grudniu 2011 r. i w lutym 2012 r.). Ponadto w grudniu ub.r. strefa euro znalazła się w deflacji, a oczekiwania inflacyjne znacznie się obniżyły.

¹² Obok rozpoczęcia zakupów obligacji skarbowych, EBC obniżył oprocentowanie TLTRO o 0,10 pkt proc. do poziomu równego stopie podstawowych operacji refinansujących. Wyższe oprocentowanie pierwszych dwóch operacji TLTRO mogło ograniczać ich atrakcyjność w porównaniu do podstawowych operacji refinansujących, przyczyniając się tym samym do ich niskiego wykorzystania. Obniżone oprocentowanie będzie zastosowane w trakcie kolejnych rund TLTRO, z których pierwsza ma odbyć się w połowie marca br.

¹³ W ostatnich miesiącach również Bank Japonii ponownie silnie złagodził swoją politykę pieniężną. Pod koniec października ub.r. podwyższył cel dla rocznej skali wzrostu bazy monetarnej z 60-70 bln JPY do 80 bln JPY. Zwiększył także roczną skalę zakupów obligacji skarbowych z 50 bln JPY do 80 bln JPY i wydłużył docelową przeciętną zapadalność obligacji skarbowych w swoim portfelu z 7 lat do 7-10 lat.

¹⁴ Wyznaczonego w oparciu o wartość kredytów udzielonych przez banki podmiotom prywatnym (por. szerzej *Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC od publikacji poprzedniego Raportu o inflacji, Raport o inflacji – listopad 2014 i Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC, Raport o inflacji – lipiec 2014*).

Wykres R.2.1. Suma bilansowa Eurosystemu i jej elementy składowe



Źródło: Dane Bloomberg.

Uwaga: Prognoza przy założeniu miesięcznych zakupów o wartości 60 mld euro i braku zmian pozostałych kategorii bilansowych.

Wykres R.2.2. Udział w podaży obligacji skarbowych względem klucza kapitałowego



Źródło: Dane Bloomberg.

* Subskrypcja kapitału danego kraju jako udział w kapitale EBC opłaconym przez kraje strefy euro.

Cele i założenia nowego programu

EBC 22 stycznia br. ogłosił rozszerzenie dotychczasowego programu zakupu aktywów, polegające na:

- **poszerzeniu zakresu zakupów o obligacje skarbowe rządów krajów członkowskich**, agencji i instytucji unijnych o terminie zapadalności od 2 do 30 lat, jeśli są one dopuszczone do listy zabezpieczeń EBC i – w przypadku krajów objętych programem wsparcia finansowego EBC, MFW i Komisji Europejskiej – jeśli wyniki oceny postępów kraju-emitenta w ramach tego programu są pozytywne¹⁵;
- **znacznym zwiększeniu skali skupu aktywów**: zakupy obligacji, ABS i listów zastawnych mają wynieść 60 mld EUR miesięcznie i trwać od marca br. co najmniej do końca września 2016 r., a w każdym razie do powrotu ścieżki inflacji do poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC.

Zakupy aktywów będą dokonywane na rynku wtórnym, w proporcji odpowiadającej udziałom banków centralnych krajów członkowskich strefy euro w kapitale EBC (Wykres R.2.2). Aby zapobiec nadmiernej koncentracji ustalono, że zakupy obligacji skarbowych nie przekroczą 1/3 wielkości całkowitej emisji danego rządu centralnego i 1/4 wielkości emisji poszczególnych obligacji. Niemniej, wykorzystanie klucza kapitałowego oznacza, że ponad 60% skupionych obligacji będzie pochodzić z trzech państw – Niemiec, Francji i Włoch. Potencjalne straty na skupowanych aktywach będą ponoszone w większości przez poszczególne krajowe banki centralne Eurosystemu – tj. bez tzw. uwspólniania ryzyka – co ma ograniczyć skalę ewentualnych transferów fiskalnych pomiędzy krajami strefy¹⁶.

Przy założonej miesięcznej skali i horyzoncie zakupów, całkowita wielkość programu do września 2016 r. może wynieść ok. 1,1 bln EUR, co powinno pozwolić na znaczne zwiększenie sumy bilansowej Eurosystemu i zarazem istotne złagodzenie warunków monetarnych w strefie euro. Według EBC, poszerzony program zakupu

¹⁵ W przypadku obligacji o dłuższym terminie zapadalności do listy zabezpieczeń dopuszczone są co do zasady instrumenty o ratingu równoważnym co najmniej BBB- (CQ53 według gradacji EBC). Jednak w 2012 r. EBC zniósł minimalne wymagania ratingowe dla obligacji skarbowych krajów objętych programem wsparcia finansowego EBC, MFW i Komisji Europejskiej, co oznacza, że obligacje skarbowe tych krajów są nadal akceptowane przez EBC jako zabezpieczenie. W ramach poszerzonego programu zakupu aktywów Eurosystem będzie mógł skupować obligacje wszystkich krajów członkowskich strefy euro, w tym Grecji, o ile ocena jej postępów w ramach programu wsparcia finansowego w br. wypadnie pozytywnie.

¹⁶ Podział hipotetycznych strat będzie stosowany do 20% skupowanych aktywów, z czego 12% będą stanowić papiery wartościowe instytucji europejskich, a 8% pozostałe papiery wartościowe kupione przez EBC.

aktywów przyczyni się do pobudzenia wzrostu gospodarczego i inflacji w strefie euro przez następujące kanały¹⁷:

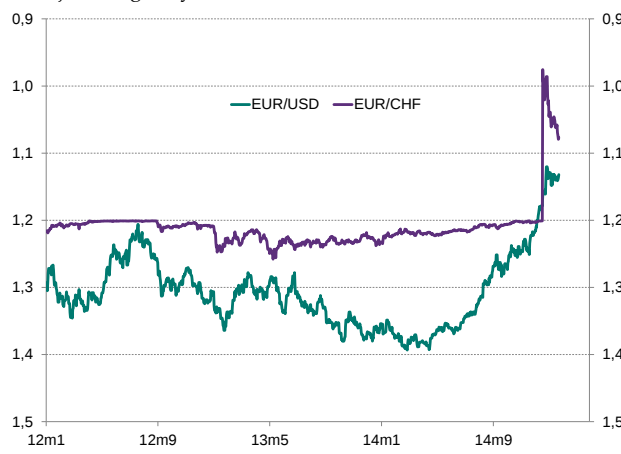
- **kanał sygnalizacyjny:** znaczna (większa od oczekiwań) skala ogłoszonych zakupów papierów wartościowych ma podkreślać determinację i możliwości instytucjonalno-prawne EBC w zapobieganiu nadmiernemu zacieśnieniu warunków monetarnych, w tym dodatkowo wzmacniać *forward guidance* EBC, co powinno oddziaływać w kierunku wzrostu oczekiwań inflacyjnych i przyczynić się do poprawy sentymentu podmiotów gospodarczych w strefie euro;
- **kanał cenowy:** zakupy papierów wartościowych mają spowodować wzrost ich cen i związany z tym spadek rentowności (poprzez zmniejszenie uwzględnianych w cenach premii za ryzyko), co powinno przyczynić się do spadku oprocentowania szerokiej klasy instrumentów dłużnych i kredytów;
- **kanał portfelowy (ilościowy):** dodatkowa płynność wprowadzona do systemu finansowego przez zakupy aktywów ma skłonić inwestorów do zmiany struktury ich portfeli, w tym zwiększenia ekspozycji na inne aktywa nieobjęte programem EBC (np. obligacje korporacyjne), propagując efekty złagodzenia warunków monetarnych w strefie euro.

Wyszczególnienie kanałów oddziaływania luzowania ilościowego jest oparte na doświadczeniach innych banków centralnych, które stosowały podobne programy (Rezerwa Federalna, Bank Anglii i Bank Japonii) oraz doświadczeniach samego EBC, który skupował już obligacje skarbowe krajów strefy euro w latach 2010-12, w ramach programu Securities Markets Programme (SMP). W obu wypadkach istotne różnice uniemożliwiają jednak na tym etapie sformułowanie wniosków na temat możliwego wpływu nowego programu zakupu aktywów przez EBC na aktywność gospodarczą i inflację w strefie euro¹⁸.

Z uwagi na sygnalizowanie przez Fed możliwości podwyższenia stóp procentowych w 2015 r. dolar amerykański w ostatnich miesiącach wyraźnie się umocnił, zwłaszcza wobec euro, które z kolei osłabiane było przez znaczące poluzowanie polityki EBC (Wykres 1.14). Aprecjacji dolara sprzyjał również wzrost awersji do ryzyka na rynkach światowych. Jednocześnie wzrosła presja aprecjacyjna na kursy walut krajów uznawanych za bezpieczne, zwłaszcza franka szwajcarskiego.

W konsekwencji SNB obniżył stopy procentowe do ujemnego poziomu i zrezygnował z asymetrycznego celu kursowego względem euro, co doprowadziło do skokowej aprecjacji franka szwajcarskiego wobec euro i większości innych walut (por. rozdz. 2.5 *Rynki aktywów*, Ramka 3:

Wykres 1.14 Kurs euro względem dolara i franka szwajcarskiego, styczeń 2008=100



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

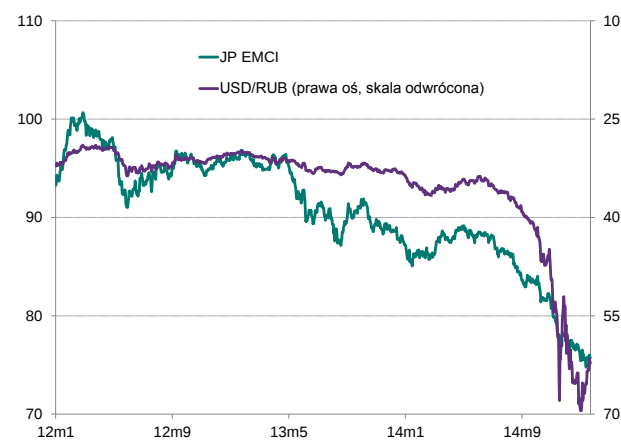
¹⁷ Na temat mechanizmu transmisji łagodzenia ilościowego por. szerzej *Luzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez główne banki centralne, Raport o inflacji – marzec 2012*.

¹⁸ Z jednej strony, wpływ łagodzenia ilościowego EBC na sferę realną i inflację w strefie euro może być mniejszy niż w przypadku łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych, bo jego skuteczność będzie zależała głównie od stopnia, w jakim uda się skłonić banki do zwiększenia akcji kredytowej. Z drugiej strony, duża skala nowych działań EBC oznacza, że ich skuteczność będzie prawdopodobnie większa niż w przypadku SMP.

Uwolnienie kursu franka szwajcarskiego i jego możliwy wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych w Polsce). Po tej decyzji SNB prawdopodobnie nadal interweniował w celu osłabienia waluty szwajcarskiej. Polityka pieniężna została złagodzona również w innych krajach europejskich silnie powiązanych ze strefą euro (Szwecja, Dania, Norwegia, Czechy¹⁹, Rumunia), w tym w niektórych z nich również poprzez sprowadzenie stopy depozytowej poniżej zera. Polityka pieniężna została złagodzona również w niektórych innych krajach, co spowodowane było wyraźnym obniżeniem inflacji w warunkach spadku cen surowców, a w przypadku krajów będących eksporterami surowców także pogorszeniem perspektyw wzrostu (por. rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą*).

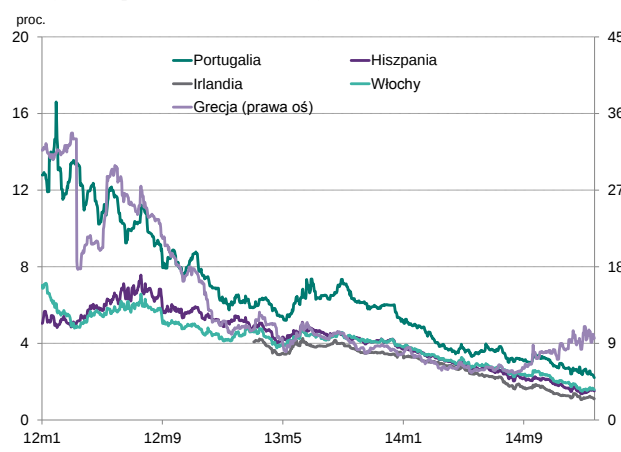
Wzrost awersji do ryzyka spowodował deprecjację walut wielu krajów rozwijających się (Wykres 1.15). Kursy walut osłabiły się zwłaszcza w krajach będących eksporterami ropy naftowej, gdzie spadek jej cen spowodował znaczne pogorszenie perspektyw gospodarczych. W celu ograniczenia skali deprecjacji banki centralne niektórych z tych krajów podwyższyły stopy procentowe oraz interweniowały na rynku walutowym. Skala podwyżek stóp procentowych i interwencji walutowych była szczególnie silna w Rosji, choć pod koniec stycznia stopy zostały tam ponownie obniżone w związku ze znacznym pogorszeniem perspektyw gospodarczych. W rezultacie od końca października ub.r. główna stopa procentowa Banku Rosji wzrosła łącznie o 7,00 pkt proc. do poziomu 15,0%. Rosyjski bank centralny podjął również inne działania mające na celu zmniejszenie skali deprecjacji rubla, w tym przeprowadził interwencje walutowe²⁰. Znacząca podwyżka stóp procentowych miała również

Wykres 1.15 Indeks kursów walut krajów rozwijających się względem USD (JP EMCI) i kurs rubla w relacji do dolara



Źródło: Dane Bloomberg.

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



Źródło: Dane Bloomberg.

¹⁹ Złagodzenie polityki pieniężnej przez Bank Czech odbyło się poprzez wydłużenie terminu interwencji w celu utrzymywania kursu korony czeskiej w relacji do euro przynajmniej na poziomie 27 EUR/CZK (z I kwartału 2016 r. na koniec 2016 r.).

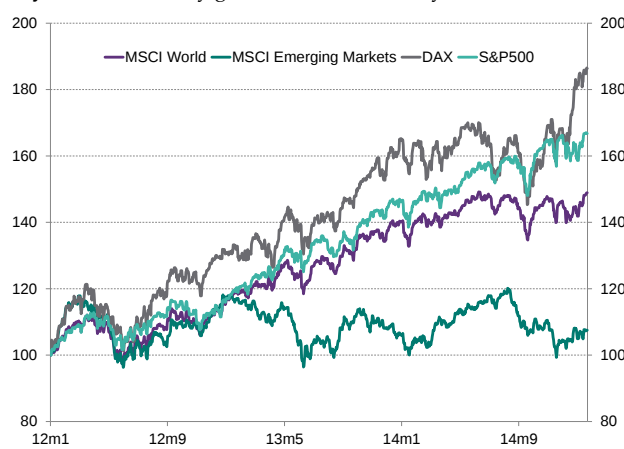
²⁰ Od końca grudnia 2013 r. do końca stycznia 2015 r. rezerwy Banku Rosji obniżyły się o 133,4 mld USD, co stanowi 28,4% stanu rezerw na koniec grudnia 2013 r.

miejsce na Ukrainie (o 5,50 pkt proc. do poziomu 19,5%). Towarzyszyła ona uwolnieniu kursu hrywny, po którym waluta ta osłabiła się o ok. 35,0%.

Zróznicowanie decyzji w zakresie polityki pieniężnej pomiędzy Fed i EBC spowodowało rozbieżne tendencje dotyczące kształtowania się rentowności obligacji skarbowych. W Stanach Zjednoczonych rentowności obligacji skarbowych wzrosły, natomiast w strefie euro i w krajach silnie z nią powiązanych spadły. W głównych krajach strefy euro i krajach silnie z nią powiązanych rentowności obligacji skarbowych o terminie zapadalności do sześciu lat obniżyły się do ujemnego poziomu (Wykres 1.16). Jedynym krajem strefy euro, w którym nastąpił wzrost rentowności obligacji była Grecja, gdzie w ostatnim okresie zwiększyło się ryzyko konieczności restrukturyzacji długu.

Od poprzedniego *Raportu* indeksy giełdowe na świecie wzrosły. Szczególnie silny wzrost cen akcji miał miejsce w strefie euro, do czego przyczyniło się ogłoszenie silnego poluzowania ilościowego przez EBC. Czynniki te od połowy stycznia br. oddziaływały także w kierunku wzrostu cen akcji na rynkach wschodzących. Jednak ceny akcji na rynkach wschodzących pozostawały poniżej poziomu z dnia publikacji poprzedniego *Raportu*. Było to związane z pogorszeniem perspektyw gospodarczych głównych krajów rozwijających się, szczególnie Chin, a także z podwyższoną awersją do ryzyka w ostatnich miesiącach (Wykres 1.17).

Wykres 1.17 Indeksy giełdowe na świecie, styczeń 2008 r. = 100

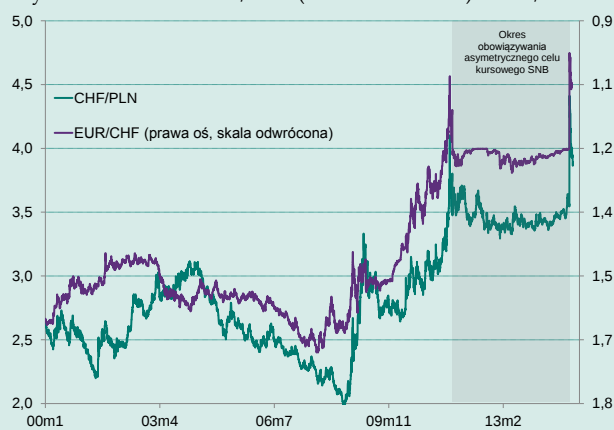


Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Ramka 3: Uwolnienie kursu franka szwajcarskiego i jego możliwy wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych w Polsce

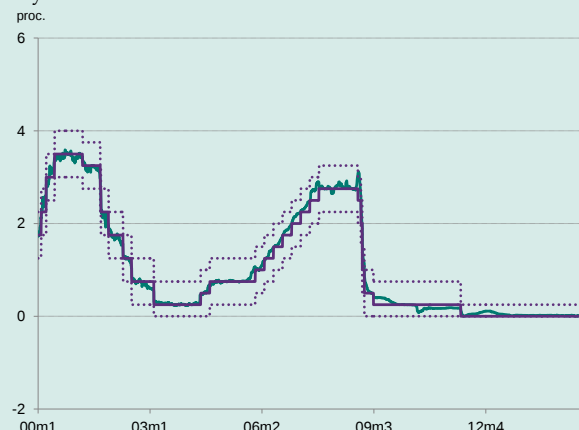
15 stycznia br. SNB zrezygnował z asymetrycznego celu kursowego w relacji do euro, ustanowionego we wrześniu 2011 r. Jednocześnie obniżył przedział wahań dla 3M LIBOR CHF do $(-1,25\% \div -0,25\%)$ z $(-0,75\% \div 0,25\%)$. Zgodnie z oświadczeniem prasowym, decyzja SNB była motywowana zmniejszeniem skali przewartościowania franka szwajcarskiego (CHF) i jego osłabieniem względem dolara amerykańskiego. Dodatkowym – choć nie wymienionym oficjalnie przez SNB – powodem uwolnienia kursu franka mogły być obawy o dalszy wzrost sumy bilansowej banku centralnego i kosztów zarządzania szybko rosnącymi rezerwami walutowymi, co byłoby nieuniknione w następstwie rozpoczęcia QE przez EBC (Wykres R.3.3).

Wykres R.3.1. Kurs EUR/CHF (skala odwrócona) i CHF/PLN



Źródło: Dane Bloomberg.

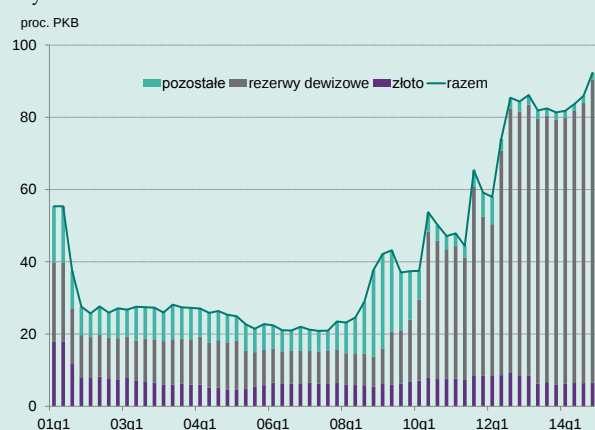
Wykres R.3.2. 3M LIBOR CHF i cel dla 3M LIBOR CHF



Źródło: Dane Bloomberg.

Konsekwencją decyzji SNB była aprecjacja CHF w relacji do wszystkich walut, w tym zwłaszcza krajów o względnie dużym udziale kredytów denominowanych w CHF. Pod koniec lutego złoty pozostawał słabszy w relacji do franka o ok. 9,8%. Ponadto wzrosły marże na rynku instrumentów pochodnych, wykorzystywanych przez krajowe banki do zabezpieczania pozycji walutowych, związanych z udzielonymi kredytami denominowanymi w CHF.

Wykres R.3.3. Suma bilansowa SNB



Źródło: Dane SNB i Bloomberg, obliczenia własne.

Aprecjacja CHF względem złotego skokowo zwiększyła zadłużenie gospodarstw domowych zadłużonych w tej walucie (do końca lutego o 12,7 mld PLN), co przełożyło się na pogorszenie przede wszystkim ich sytuacji majątkowej. Wzrost kursu CHF oddziałuje w kierunku obniżenia konsumpcji gospodarstw domowych zadłużonych w tej walucie poprzez wzrost bieżących kosztów obsługi kredytu (wzrost wskaźnika DtI²¹) i ujemny efekt majątkowy związany ze wzrostem wartości zaciągniętego kredytu w relacji do ceny mieszkania (wzrost wskaźnika LtV²²). W listopadzie ub.r. kredyty udzielone w CHF stanowiły ok. 37% wartości kredytów mieszkaniowych. Są one aktualnie obsługiwane przez

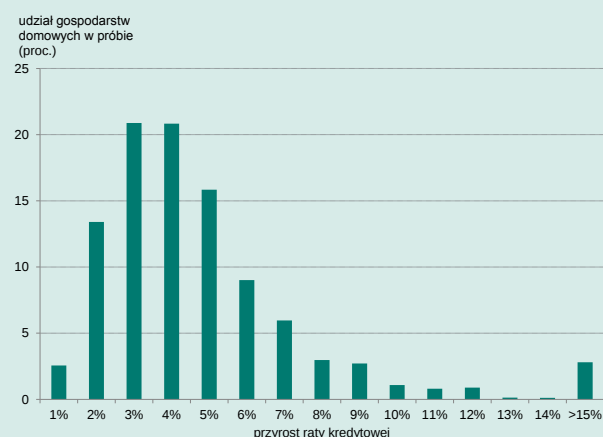
ok. 550 tys. gospodarstw domowych. Wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych z zadłużeniem w CHF nie przekraczają 5% ogółu wydatków konsumpcyjnych wszystkich gospodarstw domowych.

Wzrost raty kredytu mieszkaniowego w wyniku aprecjacji CHF dla przeciętnego gospodarstwa domowego zadłużonego w tej walucie powinien wynieść nie więcej niż 4% dochodu do dyspozycji takiego gospodarstwa domowego (Wykres R.3.4). Łączny wzrost kosztów obsługi kredytów mieszkaniowych w wyniku deprecjacji złotego do CHF o 20% (początkowa skala aprecjacji CHF) wyniósłby ok. 2 mld złotych w skali roku, co stanowi 0,2% rocznych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w skali całej gospodarki. Przy założeniu całkowitego przełożenia tych kosztów na spadek konsumpcji gospodarstw domowych, PKB w Polsce powinno obniżyć się jedynie o ok. 0,1%.

²¹ Wskaźnik DtI (ang. *Debt-to-Income*) to relacja płatności z tytułu obsługi zadłużenia do dochodu do dyspozycji.

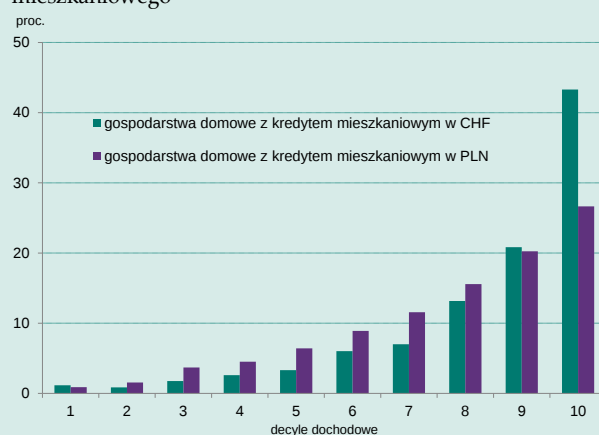
²² Wskaźnik LtV (ang. *Loan-to-Value*) to relacja wartości kapitału kredytu pozostającego do spłaty do wartości nieruchomości, na której ustanowiono hipotekę będącą zabezpieczeniem kredytu.

Wykres R.3.4. Rozkład przyrostu raty kredytu w relacji do dochodu do dyspozycji kredytobiorców zadłużonych w CHF



Źródło: Dane GUS, obliczenia własne.

Wykres R.3.5. Rozkład kredytobiorców według decyli dochodowych w zależności od waluty kredytu mieszkaniowego



Źródło: Dane GUS, obliczenia własne.

Mimo relatywnie niskiej stopy oszczędności gospodarstw domowych (i w konsekwencji ograniczonych możliwości wygładzania konsumpcji w czasie), założenie o całkowitym przełożeniu wzrostu kosztów obsługi na konsumpcję należy uznać za bardzo ostrożne. Następujące czynniki wskazują, że wpływ umocnienia kursu CHF na konsumpcję gospodarstw domowych może być mniejszy niż szacowano powyżej:

- koncentracja kredytów mieszkaniowych w CHF wśród gospodarstw domowych o wysokich dochodach oraz wysokie bufor dochodowe²³ tej grupy kredytobiorców, które ograniczają konieczność istotnego obniżenia bieżącej konsumpcji. Ponad 40% kredytobiorców z kredytem mieszkaniowym w CHF ma dochody z najwyższego decyla rozkładu dochodów, podczas gdy dla kredytów mieszkaniowych w złotych udział ten wynosi nieco ponad 25%;
- możliwość częściowej neutralizacji wpływu aprecjacji CHF na wielkość rat kredytowych przez pogłębienie ujemnego poziomu stóp procentowych w Szwajcarii, które powinny być uwzględnione przez banki w wyznaczaniu oprocentowania kredytów udzielonych po zmiennej stopie.

Podsumowując, wydaje się, że wpływ dotychczasowego umocnienia CHF na wzrost gospodarczy w Polsce powinien być ograniczony, choć może być dotkliwy dla gospodarstw domowych o mniejszych buforach dochodowych. Jednocześnie istnieją czynniki ryzyka mogące spowodować nieco większy wpływ uwolnienia kursu CHF na konsumpcję w Polsce, w tym skala ewentualnego dalszego umocnienia CHF, czy zmiany preferencji gospodarstw domowych co do gromadzenia oszczędności.

1.4 Światowe rynki surowców

W IV kw. ub.r. i na początku 2015 r. ceny większości surowców energetycznych obniżyły się.

W szczególności ceny ropy spadły w tym okresie o ponad 30% (po wcześniejszym spadku o prawie

²³ Bufor dochodowy to różnica między bieżącymi dochodami gospodarstwa domowego a jego wydatkami na podstawowe (niezbędne) towary i usługi oraz wydatkami na obsługę zadłużenia. Podstawowe wydatki konsumpcyjne na osobę w gospodarstwie domowym są równe kwocie „minimum egzystencji” szacowanej przez Instytut Pracy i Spraw Socjalnych pomnożonej przez zmodyfikowaną skalę ekwiwalentności gospodarstwa domowego OECD: 1 dla pierwszej osoby dorosłej w gospodarstwie domowym, 0,5 – dla każdego następnego dorosłego członka gospodarstwa domowego, 0,3 – dla każdego dziecka w wieku poniżej 14 lat.

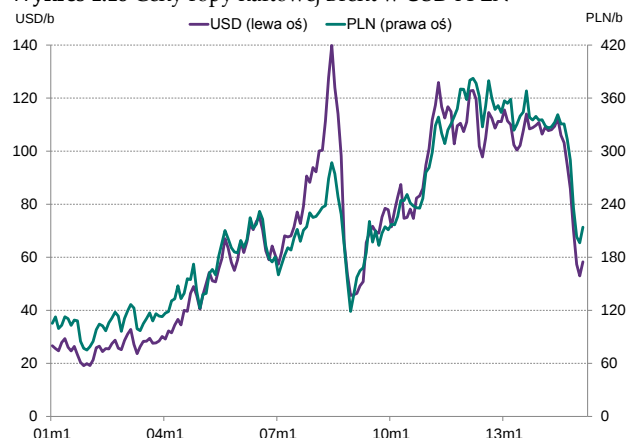
12% w III kw.) Natomiast ceny surowców rolnych w tym samym czasie nieco wzrosły.

Ceny ropy naftowej Brent obniżały się systematycznie od połowy 2014 r. osiągając na początku 2015 r. najniższy poziom od marca 2009 r. (Wykres 1.18). Do spadku cen przyczyniły się w głównej mierze czynniki podażowe, tj. przede wszystkim wzrost produkcji ropy w Stanach Zjednoczonych, Rosji i Iraku oraz utrzymujące się na wysokim poziomie bieżące i prognozowane wydobycie tego surowca w Arabii Saudyjskiej. Od strony popytowej do spadku cen ropy przyczyniło się natomiast spowolnienie wzrostu gospodarczego w krajach rozwijających się, w tym Chinach, a także utrzymujący się niski wzrost aktywności w strefie euro (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*). W kierunku ograniczenia spadku cen ropy oddziaływały z kolei, szczególnie na początku lutego br., obawy o stopniowe ograniczanie wydobycia ropy w warunkach ich niskich cen.

Mimo silnego spadku cen ropy, ceny gazu były w IV kw. ub.r. stabilne, co jest związane z ich opóźnioną reakcją na zmiany cen ropy. W styczniu wcześniejszy spadek cen ropy zaczął przekładać się na ceny gazu. W omawianym okresie utrzymał się natomiast trwający od kilku lat spadek cen węgla związany z rosnącym zastosowaniem gazu łupkowego w produkcji energii oraz malejącym popytem ze strony Chin na węgiel (Wykres 1.19).

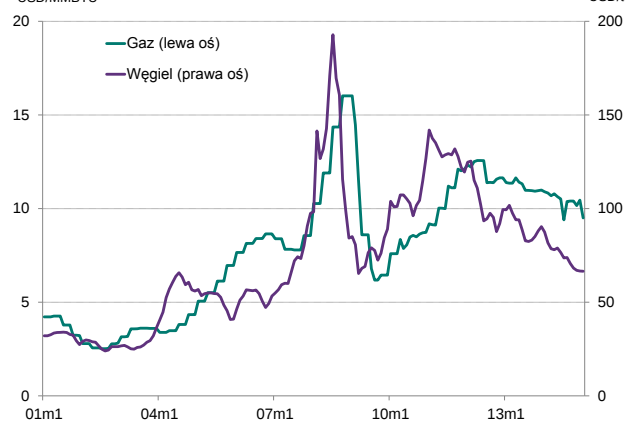
Na rynkach surowców rolnych ceny wzrosły w IV kw. i na początku 2015 r. Wzrost tych cen nastąpił jednak po okresie silnych spadków, przez co ich poziom pozostaje najniższy od czterech lat. Do wzrostu indeksu cen surowców rolnych w IV kw. ub.r. przyczynił się głównie wzrost cen pszenicy związany z oczekiwanym spadkiem jej produkcji w Ameryce Południowej i Australii oraz spowalniającym eksportem pszenicy z Rosji.

Wykres 1.18 Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP. Dane za luty są średnią z pierwszych trzech tygodni.

Wykres 1.19 Ceny gazu i węgla na rynkach światowych USD/MMBTU*



Źródło: Dane MFW.

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

Wykres 1.20 Indeks cen surowców rolnych (ICSR) w EUR (maj 2010=100)*



Źródło: Dane Bloomberg, Reuters, obliczenia NBP.

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

Natomiast wzrost indeksu cen żywności w styczniu wynikał ze wzrostu cen nabiału i kawy, spowodowanego pogorszeniem warunków meteorologicznych²⁴.

²⁴ Ceny pszenicy ponownie spadły w styczniu br. na skutek podwyższenia prognoz światowej produkcji oraz słabnących obaw o rosyjskie restrykcje w eksporcie tego surowca.

2 Gospodarka krajowa

2.1 Procesy inflacyjne

2.1.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce od lipca 2014 r. pozostaje ujemna i na koniec 2014 r. obniżyła się do -1,0% r/r (Wykres 2.1, Tabela 2.1)²⁵.

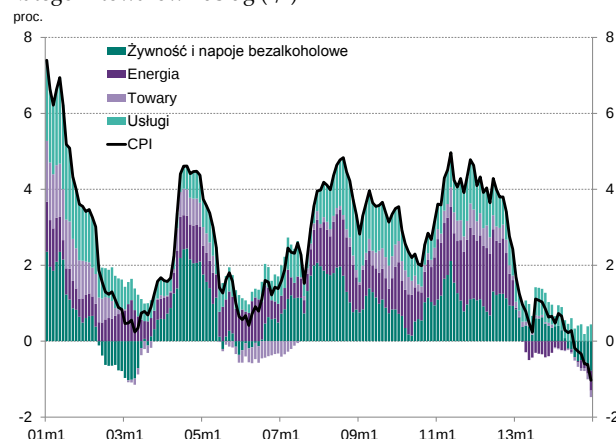
Spadek cen w IV kw. ub.r. wynikał przede wszystkim z dalszego obniżania się cen paliw i żywności. Ceny paliw obniżały się z powodu silnego spadku cen ropy naftowej na rynkach światowych (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowców*; Ramka 4 *Wpływ spadku cen ropy na inflację i PKB w Polsce*). Z kolei do spadku cen żywności przyczyniły się dalsze spadki światowych cen surowców rolnych, wysokie zbiory produktów rolnych w kraju oraz wprowadzone w sierpniu ub.r. rosyjskie embargo na import z Polski towarów rolno-spożywczych.

Obniżaniu się dynamiki cen konsumpcyjnych sprzyjały także brak presji popytowej i kosztowej oraz spadek inflacji na świecie, w warunkach relatywnie stabilnego nominalnego efektywnego kursu walutowego (por. rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą*).

2.1.2 Inflacja bazowa

Wobec braku presji popytowej i kosztowej w gospodarce od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżyły się także wszystkie miary inflacji bazowej (Wykres 2.2).

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

2014								
	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz	paź	lis
CPI	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6
Żywność i napoje	0,3	-0,8	-0,9	-1,7	-2,1	-2,0	-2,2	-2,5
Energia	-1,3	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	-1,1	-1,0	-1,4
Towary	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,5
Usługi	1,7	1,7	2,2	1,2	1,5	1,6	0,7	1,4

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁵ Według wstępnych danych GUS w styczniu 2015 r. inflacja obniżyła się do -1,3% r/r. Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane w następstwie zmiany wag w koszyku CPI przeprowadzanej na początku każdego roku. Ze względu na wstępny charakter danych, GUS nie opublikował informacji o zmianach cen wszystkich składowych koszyka konsumpcyjnego. W związku z tym pogłębiona analiza styczniowych zmian cen w poszczególnych grupach zostanie przedstawiona w kolejnym *Raporcie*.

Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii obniżył się z 0,7% r/r we wrześniu ub.r. do 0,5% r/r w grudniu ub.r., co było związane z pogłębiającym się spadkiem cen towarów nieżywnościowych. Pozostałe wskaźniki inflacji bazowej spadły do ujemnych i najniższych historycznie poziomów.

2.1.3 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

W IV kw. ub.r. pogłębiła się trwająca od IV kw. 2012 r. deflacja cen produkcji sprzedanej przemysłu (z -1,7% r/r w III kw. ub.r. do -1,8% r/r; Wykres 2.4)²⁶. Utrzymująca się deflacja wskaźnika PPI wynika z braku presji kosztowej w przemyśle, przy jednoczesnym spadku cen importu, który w ostatnich kwartałach został pogłębiony przez wyraźny spadek cen surowców. Ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu dotyczy zarówno dóbr krajowych, jak i eksportowanych²⁷.

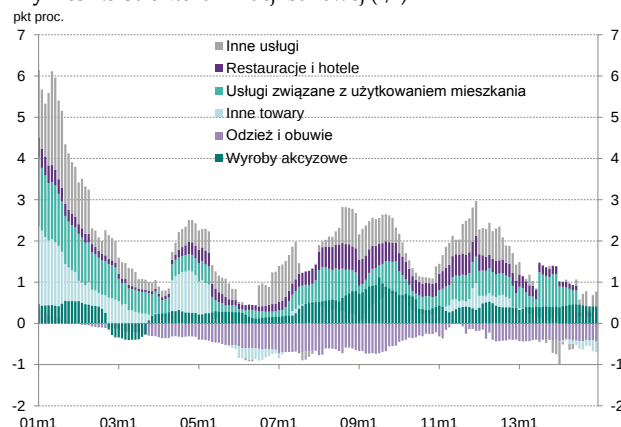
2.1.4 Ceny importu

W 2014 r. pogłębiał się spadek cen towarów importowanych wyrażonych w złotych, co oddziaływało w kierunku obniżania się dynamiki wskaźników PPI i CPI. W III kw. ub.r. dynamika cen importowanych obniżyła się z -3,6% r/r w II kw. ub.r. do -5,8% r/r, osiągając tym samym najniższy poziom od 2005 r. i utrwalając tendencję spadku cen widoczną od IV kw. 2012 r. (Wykres 2.5). Obniżenie cen importu wynikało zarówno ze spadku cen towarów importowanych wyrażonych w dolarach (głównie paliw), jak i z silniejszego niż rok wcześniej kursu złotego względem dolara.

2.1.5 Oczekiwania inflacyjne

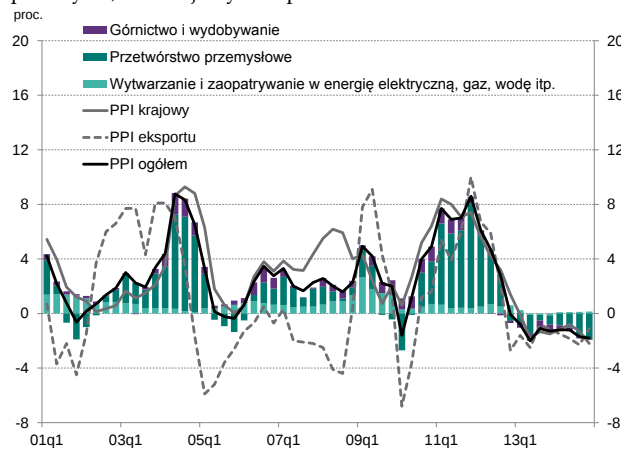
Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżyła się większość miar oczekiwań inflacyjnych (Tabela 2.2, Tabela 2.3). Oczekiwania konsumentów i przedsiębiorstw utrzymały się na poziomie bliskim

Wykres 2.3 Struktura inflacji bazowej (r/r)



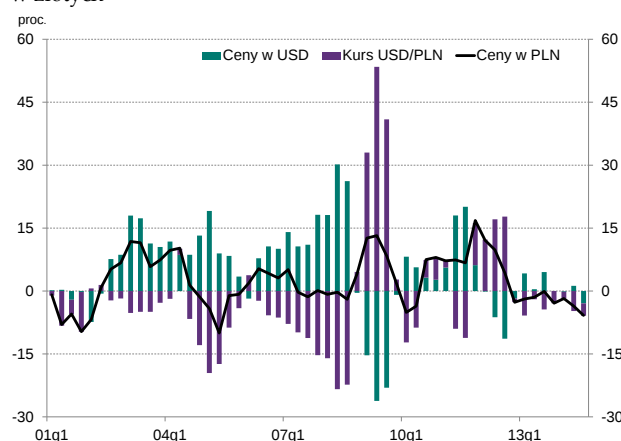
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: Dane GUS i Eurostat.

Wykres 2.5 Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁶ W styczniu 2015 r. PPI obniżył się do -2,9% r/r wobec -2,7% r/r w poprzednim miesiącu.

²⁷ W IV kw. ub.r. ceny producenta na rynku krajowym spadły o 2,2% r/r, a na rynku dóbr eksportowanych o 1,1% r/r (wobec spadku odpowiednio o 1,3% r/r i 2,3% r/r w poprzednim kwartale).

zera, podczas gdy oczekiwania analityków sektora finansowego oraz uczestników *Ankiety Makroekonomicznej NBP*²⁸, które kształtowały się na wyższym poziomie, istotnie spadły. Oczekiwania wszystkich ankietowanych podmiotów w każdym horyzoncie kształtują się poniżej celu NBP.

Obniżeniu oczekiwanej inflacji towarzyszył wzrost postrzeganego przez uczestników *Ankiety Makroekonomicznej NBP* z grudnia ub.r. prawdopodobieństwa wystąpienia średniorocznej deflacji w 2015 r. – do 35% wobec znikomego poziomu takiego prawdopodobieństwa według ankiety z września ub.r.

Tabela 2.2. Oczekiwania inflacyjne konsumentów, przedsiębiorstw, analityków sektora finansowego i uczestników *Ankiety Makroekonomicznej NBP* (%)

	paź 2014	lis 2014	gru 2014	sty 2015	lut 2015
Inflacja CPI oczekiwana w horyzoncie 12 miesięcy					
Konsumenci	0,2*	0,2*	0,2*	0,2*	0,2*
Przedsiębiorstwa	0,2**	-	0,1	-	-
Oczekiwana średnioroczna inflacja CPI					
Analitycy sektora finansowego					
- w 2015 r.	1,2	0,9	0,6	0,1	-0,2
- w 2016 r.	2,2	2,0	2,0	1,7	1,7
- w 2017 r.	-	-	-	2,2	2,3
Ankieta Makroekonomiczna NBP:					
- w 2015 r.	1,2**	-	0,2	-	-
- w 2016 r.	2,1**	-	1,8	-	-

Źródło: dane GUS, NBP, Thomson Reuters

*W okresach niedodatniej bieżącej inflacji CPI pomiar zobiektywizowanej miary oczekiwań inflacyjnych konsumentów jest utrudniony, a uzyskiwane wartości należy traktować jako przybliżenie.

**Dane z ankiety z września 2014 r.

Tabela 2.3. Prognozy inflacji CPI otrzymane w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych (%)

Horyzont	Prognoza centralna	Przedział 50%	Przedział 90%	Prawdopodobieństwo przedziału 1,5-3,5%
2015	0,2	-0,2 - 0,8	-0,9 - 2,3	9%
2016	1,8	1,2 - 2,3	0,2 - 3,6	59%

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z grudnia 2014 r.

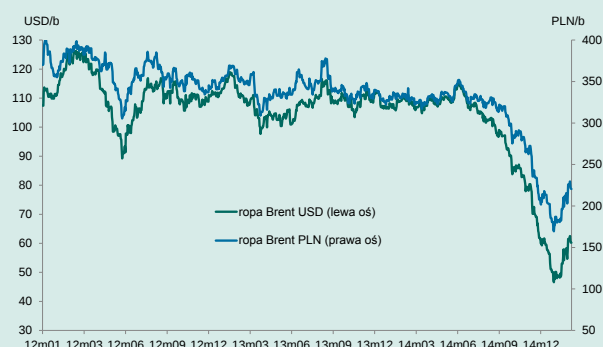
Ramka 4: Wpływ spadku cen ropy naftowej na inflację i PKB w Polsce

Od połowy 2014 r. ceny ropy naftowej na rynkach światowych silnie się obniżyły. O ile jeszcze w pierwszej połowie 2014 r. cena ropy Brent wynosiła przeciętnie 109 USD/b, o tyle w lutym 2015 r. było to przeciętnie 58 USD/b²⁹. Oznacza to spadek cen wyrażonych w dolarach o 46% (por. wykres R.3.1). Do obniżenia cen ropy na rynkach światowych przyczyniły się zarówno czynniki podażowe jak i popytowe. W kierunku wzrostu globalnej podaży ropy oddziaływało zwiększenie produkcji tego surowca z niekonwencjonalnych źródeł w Stanach Zjednoczonych, przy stabilnym wydobywaniu tego surowca przez Arabię Saudyjską, któremu jednocześnie towarzyszyło zwiększenie produkcji przez niektórych jej eksporterów (w celu zrekompensowania spadku dochodów z jej eksportu ze względu na niższe ceny). W kierunku ograniczenia popytu na ropę oddziaływało natomiast osłabienie bieżącego i prognozowanego wzrostu gospodarczego na świecie, w tym przede wszystkim w Europie i głównych gospodarkach rozwijających się, w tym w Chinach.

²⁸ *Ankieta Makroekonomiczna NBP* jest przeprowadzana z częstotliwością kwartalną. Uczestniczą w niej eksperci z instytucji finansowych, ośrodków badawczych oraz organizacji pracodawców i pracobiorców. Ich prognozy są formułowane w kategoriach probabilistycznych, co pozwala uwzględnić różne scenariusze rozwoju sytuacji gospodarczej i ocenić stopień zgodności prognoz. Szczegółowe omówienie wyników ankiety – por. <http://amakra.nbp.pl>.

²⁹ Podane w ramce wartości dla lutego br. odnoszą się do danych do cut-off date dla *Raportu*, tj. 20.02.2014 r.

Wykres R.4.1. Ceny ropy Brent



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia własne.

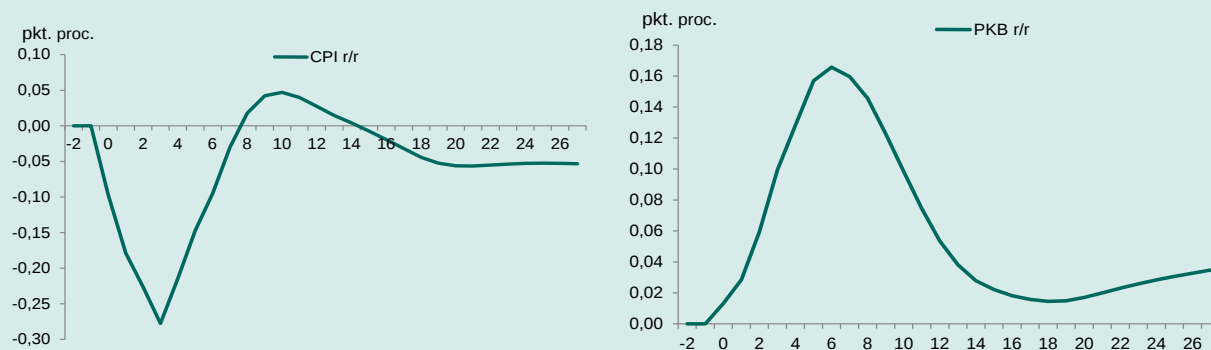
W Polsce spadek cen ropy został osłabiony przez aprecjację dolara wobec złotego. Spadek cen w dolarach był jednak na tyle silny, że mimo osłabienia złotego, nastąpiło znaczące obniżenie cen ropy wyrażonych w złotych (między I połową 2014 r. a lutym 2015 r. ceny w złotych obniżyły się o 35%; por. Wykres R.4.1).

Spadek cen ropy w złotych przełożył się na wyraźny spadek detalicznych cen paliw w Polsce, choć m.in. ze względu na znaczący udział kwotowych podatków pośrednich w detalicznej cenie paliwa, jej spadek był istotnie mniejszy niż ropy jako surowca

(w okresie sierpień 2014 r. – styczeń 2015 detaliczne ceny paliw obniżyły się w Polsce o 16,4%)³⁰. Ze względu na udział paliw w koszyku CPI wynoszący 5,4%, obniżyło to z kolei bezpośrednio wskaźnik CPI o 0,9 pp. w omawianym okresie. Spadek cen paliw ogranicza dynamikę cen konsumpcyjnych w Polsce także pośrednio, tj. poprzez wpływ na zmniejszenie kosztów przedsiębiorstw. Niższe koszty przedsiębiorstw – w warunkach umiarkowanego wzrostu popytu – oddziałują w kierunku spadku cen, szczególnie w gałęziach, w których koszty paliw stanowią istotną część wartości podaży ogółem (np. w transporcie ten udział wynosi 9,3%)³¹.

Obecnie trudno ocenić, jak silny będzie ostatecznie wpływ spadku cen ropy na ceny konsumpcyjne w Polsce, bo zależec to będzie przede wszystkim od trwałości tego wstrząsu surowcowego. Zgodnie z szacunkami NBP, 10-procentowy nieoczekiwany, trwały spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych prowadzi do spadku dynamiki CPI maksymalnie o 0,3 pkt. proc., a jego najsilniejszy wpływ występuje po 3 kwartałach (Wykres 4.2)³².

Wykres R.4.2. Zmiany inflacji (lewy panel) i PKB (prawy panel) w Polsce na skutek trwałego spadku cen ropy o 10%



Źródło: opracowanie własne na podstawie modelu NECMOD.

³⁰ Słabe przełożenie się spadku cen ropy na rynkach światowych na detaliczne ceny paliw w Polsce związane jest także z absorbowaniem części spadku cen przez wzrost marż detalicznych sprzedawców paliw.

³¹ W budownictwie wartość ta wynosi 2,5%, w rolnictwie 2,2%, zaś w przetwórstwie przemysłowym 0,7%. Dane na podstawie bilansu przepływów międzygałęziowych w 2010 r.

³² Wyniki na podstawie symulacji z modelu NECMOD. Impuls zdefiniowany został jako trwały, nieoczekiwany, 10-procentowy spadek cen ropy naftowej na rynkach światowych przy niezmiennych pozostałych zmiennych otoczenia zewnętrznego. Oznacza to, że nie uwzględniony w symulacji jest scenariusz pogłębiającej się deflacji w strefie euro, do której mogłyby się przyczynić spadające ceny ropy. W przypadku takiego scenariusza pozytywny wpływ spadku cen ropy na PKB Polski byłby ograniczony ze względu na spadek popytu ze strefy euro. Ponadto symulacja zakłada, że krajowa polityka monetarna kształtuje się zgodnie z regułą Taylora, a więc stopy procentowe są obniżone w reakcji na spadek inflacji wynikający ze spadku cen ropy. Jednak nawet w przypadku braku działania reguły Taylora i pozostawienia stóp procentowych na niezmiennym poziomie, efekt wpływu spadku cen ropy na PKB nie różniłby się znacząco od przedstawionego na wykresie R.4.2.

Ze względu na to, że Polska jest importerem ropy naftowej, silne obniżenie jej cen ma charakter tzw. pozytywnego wstrząsu podażowego. Pozytywny wstrząs podażowy oddziałuje w kierunku obniżenia cen przy jednoczesnym zwiększeniu PKB. Oszacowania NBP wskazują, że obniżenie cen ropy naftowej o 10% zwiększa dynamikę PKB w Polsce, zarówno ze względu na zwiększenie popytu krajowego jak i zagranicznego, a maksymalny wpływ na PKB występuje po 6 kwartałach i szacowany jest na ok. 0,2 pkt proc. (wykres R.4.2). Korzystny wpływ spadku cen ropy na PKB wynika przede wszystkim ze zwiększenia siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych, co sprzyja zwiększeniu ich wydatków na inne dobra, a także spadku kosztów przedsiębiorstw, co – wraz z lepszymi perspektywami konsumpcji – sprzyja wzrostowi ich inwestycji. Niższe ceny ropy naftowej przyczyniają się także do spadku cen importu, co poprawia saldo handlowe ze względu na wzrost relacji cen dóbr eksportowanych do cen dóbr importowanych (tj. poprawę *terms of trade*) i oddziałuje w kierunku zwiększenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

2.2 Popyt i produkcja

W III i IV kw. ub.r. wzrost gospodarczy w Polsce utrzymał się na poziomie zbliżonym do 3,0%, choć nieco spowolnił (do 3,1% r/r w IV kw. i 3,3% r/r w III kw. wobec 3,5% r/r w II kw. ub.r. – Wykres 2.6, Tabela 2.4).

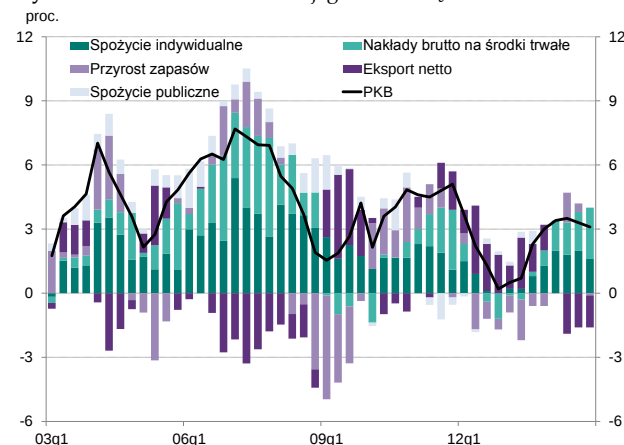
Głównym motorem wzrostu pozostał popyt krajowy. Wzrostowi aktywności gospodarczej w kraju sprzyjało wysokie tempo wzrostu inwestycji oraz stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie w warunkach słabego popytu zagranicznego wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostał ujemny. W kierunku spowolnienia dynamiki PKB oddziaływało też obniżenie się wkładu zapasów.

2.2.1 Popyt konsumpcyjny

W III i IV kw. ub.r. utrzymał się stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego (3,1% r/r w IV kw. i 3,2% r/r w III kw. wobec 3,0% r/r w II kw., Wykres 2.7).

Popyt konsumpcyjny wspierany był przez wzrost realnych wynagrodzeń w warunkach nadal rosnącego zatrudnienia. Wzrostowi konsumpcji sprzyjała także poprawa nastrojów konsumentów, w tym wzrost skłonności do dokonywania ważnych zakupów. Jednocześnie dalej rosła akcja kredytowa dla gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądz*).

Wykres 2.6 Wzrost PKB wraz z jego strukturą



Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.4 Tempo wzrostu PKB i wybranych składowych (r/r) oraz wkład przyrostu zapasów i eksportu netto do PKB

	2011	2012	2013				2014			
			q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
PKB (%)	4,8	1,8	0,5	0,7	2,3	3,0	3,4	3,5	3,3	3,1
Spożycie indywidualne (%)	3,0	1,0	0,3	0,4	1,2	2,4	2,9	3,0	3,2	3,1
Spożycie publiczne (%)	-2,3	0,2	0,9	1,5	3,5	2,2	0,1	3,7	3,5	3,7
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	9,3	-1,5	-0,5	-1,8	1,3	2,7	11,2	8,7	9,9	9,0
Przyrost zapasów (pkt proc.)	0,7	-0,7	-0,8	-1,9	-0,6	-0,6	0,0	1,4	0,4	-0,1
Eksport netto (pkt proc.)	0,9	2,2	1,1	2,4	1,3	1,2	0,0	-1,9	-1,6	-1,5

Źródło: Dane GUS.

Utrzymująca się na początku 2015 r. umiarkowana dynamika sprzedaży detalicznej, korzystne nastroje konsumenckie oraz wzrost akcji kredytowej dla gospodarstw domowych wskazują na utrzymanie umiarkowanego wzrostu popytu konsumpcyjnego w I kw. br.

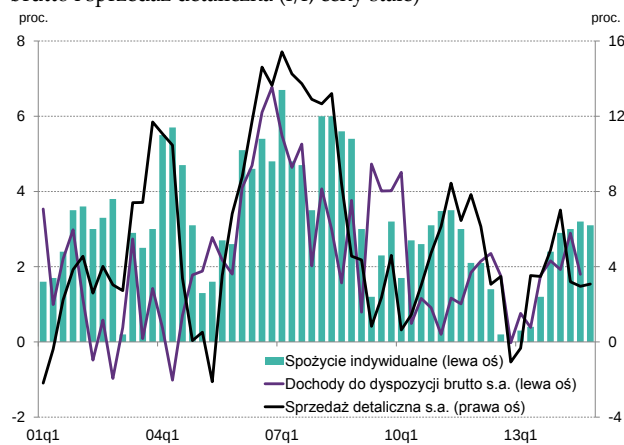
2.2.2 Popyt inwestycyjny

W III i IV kw. ub.r. dynamika inwestycji pozostawała wysoka, kształtując się na poziomie odpowiednio 9,9% i 9,0% r/r (wobec 8,7% w II kw.). Na szybki wzrost inwestycji złożyły się wysokie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw, mieszkaniowych i publicznych (Wykres 2.8). Jednocześnie stopa inwestycji w gospodarce narodowej pozostała zbliżona do stopy oszczędności dla całej gospodarki (Wykres 2.9).

Wzrost inwestycji publicznych i mieszkaniowych przyspieszył znacząco w III kw. i pozostał wysoki w IV kw. Przyspieszenie wzrostu inwestycji publicznych w III kw. wiązało się przede wszystkim z silnym wzrostem dynamiki wydatków samorządów. Z kolei wysoka dynamika inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych w ujęciu rocznym była spowodowana korzystną sytuacją na rynku pracy, wysoką dostępnością kredytów mieszkaniowych, ich stosunkowo niskim oprocentowaniem, a także funkcjonowaniem programu „Mieszkanie dla Młodych”. Wzrost inwestycji mieszkaniowych może być również wspierany przez względnie wysoki zwrot z kapitału zainwestowanego w mieszkanie na wynajem i korzystną relację obsługi kredytu mieszkaniowego do czynszu najmu.

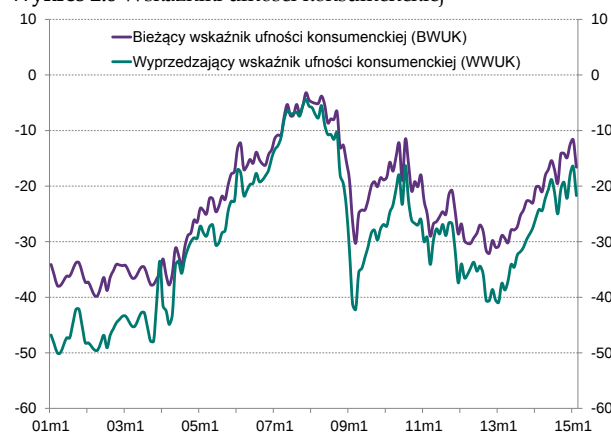
Dynamika inwestycji przedsiębiorstw utrzymywała się na wysokim poziomie zarówno w III, jak i w IV kw. ub.r. Wzrostowi inwestycji sprzyjała dobra sytuacja finansowa firm w Polsce oraz wysoki stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.11). W kierunku wyższej dynamiki inwestycji oddziaływało również

Wykres 2.7 Spożycie indywidualne, dochody do dyspozycji brutto i sprzedaż detaliczna (r/r, ceny stałe)



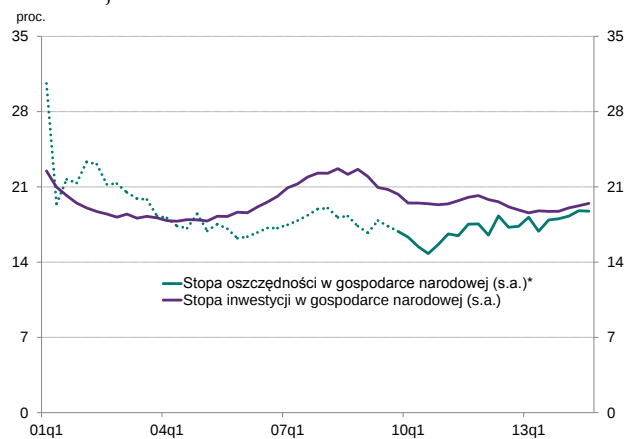
Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

Wykres 2.8 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.9 Stopa oszczędności i inwestycji w gospodarce narodowej



Źródło: Szacunki NBP, dane GUS.

*Dane za lata 2001-2009 według metodologii ESA 95, dane za lata 2010-2014 według metodologii ESA 2010.

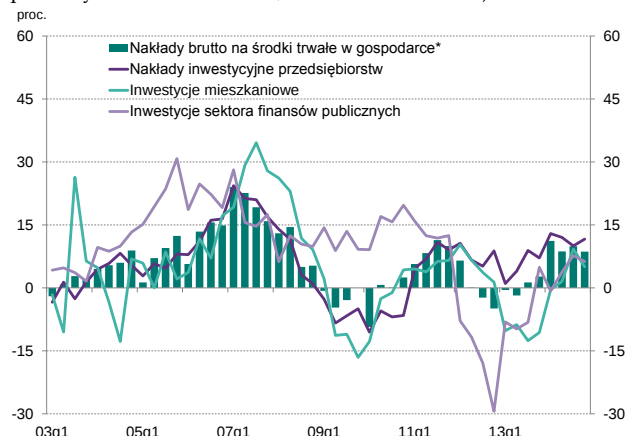
relatywnie niskie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw.

Zgodnie z badaniami koniunktury NBP perspektywy inwestycyjne firm pozostają relatywnie korzystne. W kierunku wyższej dynamiki inwestycji oddziaływać będzie niska relacja inwestycji do majątku produkcyjnego, która znajduje się poniżej wieloletniej średniej. Jednocześnie planowane nakłady przedsiębiorstw kształtują się jednak poniżej wieloletniej średniej (Wykres 2.12) i są ograniczane przez utrzymującą się niepewność co do perspektyw popytu.

2.2.3 Popyt sektora finansów publicznych

W 2014 r. sytuacja sektora finansów publicznych poprawiła się, o czym świadczy spadek deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych³³. Pomimo obniżenia deficytu budżetowego, wpływ polityki fiskalnej na popyt zagregowany był zbliżony do neutralnego. Tempo wzrostu wydatków pierwotnych sektora (tj. wydatków pomniejszonych o koszty obsługi długu) było zbliżone do tempa wzrostu potencjalnego PKB, nie były także prowadzone dostosowania fiskalne o istotnej skali po stronie dochodów podatkowych³⁴. Głównym źródłem poprawy salda sektora były zmiany w systemie emerytalnym, polegające na przesunięciu zgromadzonych aktywów oraz bieżących składek emerytalnych z otwartych funduszy emerytalnych (OFE) do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (FUS). Zmiany te skutkowały wzrostem dochodów sektora ze składek na ubezpieczenie społeczne oraz spadkiem kosztów obsługi długu publicznego.

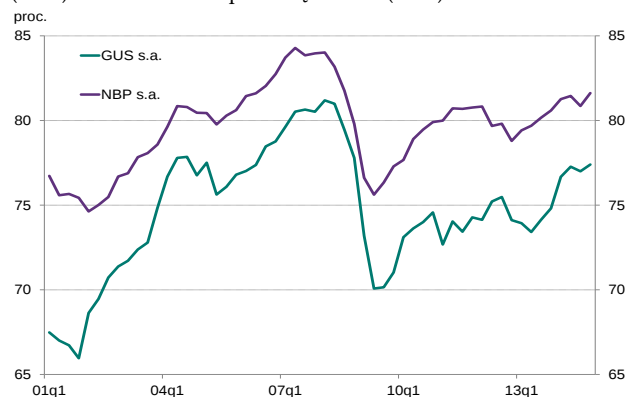
Wykres 2.10 Inwestycje w gospodarce (t/r, szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane)



Źródło: Szacunki NBP.

*Dane GUS (dane nieodsezonowane).

Wykres 2.11 Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP)



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych na podstawie badań koniunktury GUS jest niższy od wskaźnika z badań ankietowych NBP. Różnica poziomu jest spowodowana uwzględnianiem w obu badaniach różnych prób przedsiębiorstw oraz z nadreprezentatywności dużych przedsiębiorstw w próbie NBP.

³³ Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA 2010 w 2013 r. wyniósł 4,0% PKB. W notyfikacji fiskalnej z października 2014 r. Ministerstwo Finansów szacowało ten deficyt na poziomie 3,3% PKB w 2014, natomiast według szacunków Komisji Europejskiej (prognoza z lutego 2015 r.) deficyt w 2014 r. wyniósł 3,6% PKB.

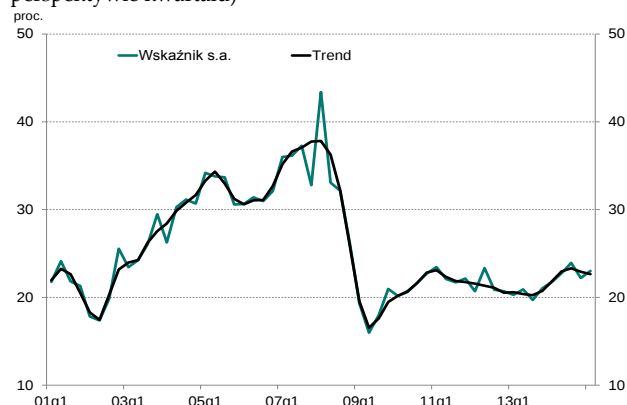
³⁴ W 2014 r. weszło w życie kilka zmian legislacyjnych zwiększających dochody podatkowe, w tym m.in. zamrożenie progów w podatku PIT, likwidacja zwrotów VAT w budownictwie mieszkaniowym, a także rozszerzenie stosowania mechanizmu „reverse charge” w podatku VAT. Wzrost dochodów z tytułu tych zmian był jednak częściowo niwelowany ubytkiem związanym ze zmianą zasad odliczania VAT od samochodów służbowych oraz paliwa służącego do ich napędu.

Według wstępnych danych, deficyt budżetu państwa w 2014 r. wyniósł ok. 29,5 mld zł, a zatem był wyraźnie niższy niż w poprzednim roku (42,2 mld zł). Dochody ogółem budżetu państwa były o ok. 5 mld zł wyższe od planowanych w *Ustawie budżetowej*, na skutek wyższych dochodów podatkowych. Natomiast wydatki były o ok. 12 mld zł niższe od limitu ustawowego. Oznacza to ich nominalny spadek w porównaniu do 2013 r. będący głównie efektem zmniejszenia wydatków na koszty obsługi długu oraz dotacji do FUS. Ograniczenie dotacji do FUS przyczyniło się do poprawy wyniku budżetu państwa, ale jednocześnie pogorszyło sytuację finansową Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (FUS), a zatem miało neutralny wpływ na saldo sektora finansów publicznych.

Według wstępnych danych, jednostki samorządu terytorialnego zanotowały w 2014 r. deficyt w wysokości 2,0 mld zł, tj. o 1,6 mld zł większy niż w 2013 r. Szczegółowe dane dostępne za pierwsze trzy kwartały sugerują, że do pogorszenia wyniku w całym roku przyczynił się silny wzrost wydatków majątkowych (23,2% r/r).

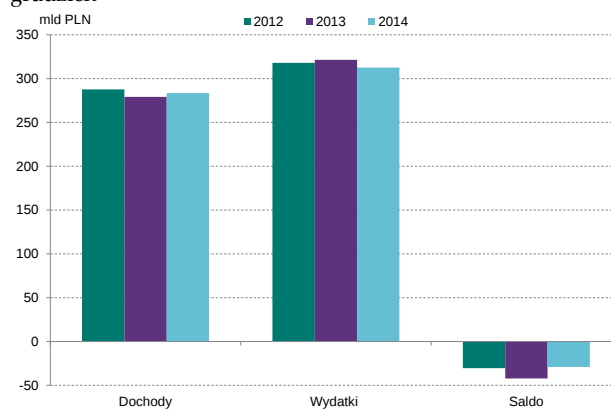
W 2014 r. silnie wzrósł deficyt podsektora ubezpieczeń społecznych³⁵, do czego przyczyniła się głównie sytuacja finansowa Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (FUS). Różnica pomiędzy przychodami FUS ze składek, a wydatkami na świadczenia społeczne była bowiem w mniejszym stopniu niż w poprzednich latach pokryta dotacją z budżetu państwa. Ponownie wzrosło (o 8,9 mld zł) zadłużenie FUS z tytułu pożyczek z budżetu państwa.³⁶ W 2014 r. saldo Funduszu Pracy było bliskie zera, natomiast

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



Źródło: Badania koniunktury NBP.

Wykres 2.13 Realizacja budżetu państwa w okresie styczeń-grudzień



Źródło: Dane NBP i Ministerstwa Finansów.

³⁵ Zgodnie z notyfikacją fiskalną z października 2014 r., przewidywane saldo podsektora ubezpieczeń społecznych w 2014 r. miało wynieść -17,4 mld zł, wobec wyniku -4,6 mld zł w 2013 r.

³⁶ Niedobór FUS był ponadto finansowany przychodami uzyskanymi w następstwie zmian w systemie emerytalnym, z tytułu tzw. „suwaka bezpieczeństwa” oraz środków pochodzących z odsetek i wykupów obligacji przekazanych z OFE do Funduszu Rezerwy Demograficznej. Zgodnie z metodologią ESA 2010, przepływy te nie stanowią jednak dochodu sektora instytucji rządowych i samorządowych lecz przychód finansujący jego deficyt.

Narodowy Fundusz Zdrowia odnotował podobnej wysokości nadwyżkę jak rok wcześniej.

W 2015 r. oczekiwana jest dalsza poprawa salda sektora instytucji rządowych i samorządowych, która ponownie będzie w dużej mierze efektem zmian w systemie emerytalnym. Zgodnie z planami rządowymi, ma to pozwolić na obniżenie deficytu sektora poniżej 3% PKB w 2015 r., tj. w terminie wyznaczonym przez Radę UE w ramach procedury nadmiernego deficytu.

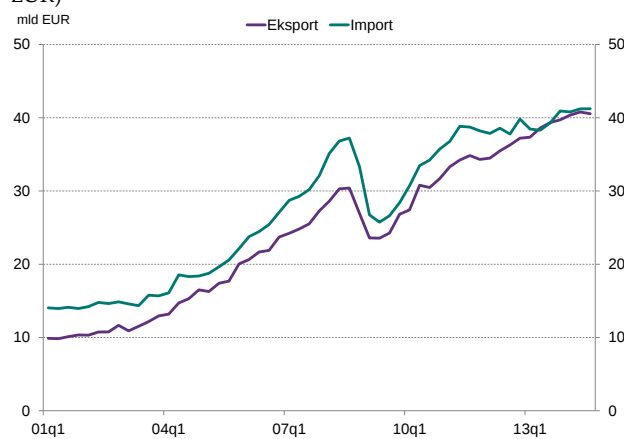
2.2.4 Eksport i import

W III kw. 2014 r. aktywność w handlu zagranicznym Polski spowolniła, do czego przyczyniło się pogorszenie koniunktury na Wschodzie oraz nieznaczne obniżenie dynamiki popytu krajowego, przy nadal niskim wzroście aktywności gospodarczej w strefie euro³⁷. Dalszemu obniżeniu dynamiki eksportu (do 3,1% r/r z 5,7% r/r w II kw. ub.r.; Wykres 2.14) towarzyszyło spowolnienie importu (do 4,9% r/r z 7,6% r/r w II kw. ub.r.)³⁸.

Obniżenie dynamiki eksportu w III kw. wynikało w części z dalszego silnego spadku sprzedaży eksportowej do krajów byłego ZSRR, w tym do Rosji i na Ukrainę. Jednocześnie - inaczej niż w II kw. ub.r. - spowolnił wzrost eksportu do pozostałych krajów spoza UE. W konsekwencji sprzedaż zagraniczna do tej grupy krajów spadła w III kw. o 8,4% r/r (wobec wzrostu o 2,6% r/r w II kw. ub.r.; Wykres 2.15).

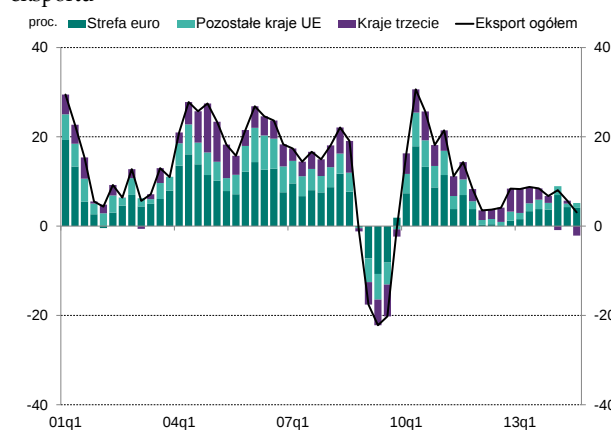
Ograniczająco na wzrost eksportu oddziaływał także niski wzrost gospodarczy w strefie euro, który znalazł odzwierciedlenie w nieznacznym spowolnieniu sprzedaży eksportowej do tej grupy krajów (do 8,0% r/r z 8,2% r/r w II kw. ub.r.).

Wykres 2.14 Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (mld EUR)



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.15 Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³⁷ Prezentowane w tym rozdziale dynamiki odnoszą się do danych GUS niewyrównanych sezonowo.

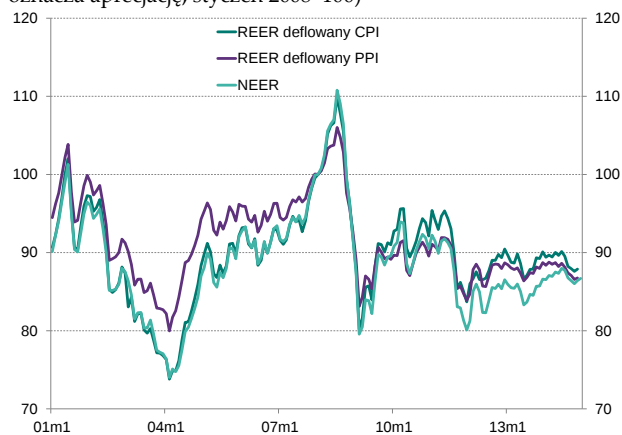
³⁸ W okresie październik-listopad ub.r. doszło do ożywienia sprzedaży eksportowej (jej dynamika wzrosła do 4,4% r/r), do którego przyczynił się wzrost dynamiki eksportu do krajów strefy euro oraz ograniczenie tempa spadku sprzedaży do krajów trzecich. Zarazem ponownie obniżyła się dynamika importu (do 2,4% r/r), co było prawdopodobnie związane z dalszym spadkiem cen niektórych surowców na rynkach światowych.

Wzrost eksportu był natomiast wspierany przez wzrost dynamiki sprzedaży do pozostałych krajów UE (do 4,6% r/r z 3,3% r/r w II kw. ub.r.), związany prawdopodobnie z relatywnie dobrą sytuacją gospodarczą w części tych krajów.

W III kw. ub.r. wzrost importu spowolnił, co było związane ze spadkiem cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, a także spadkiem dynamiki sprzedaży eksportowej oraz nieznacznym spowolnieniem dynamiki popytu krajowego.

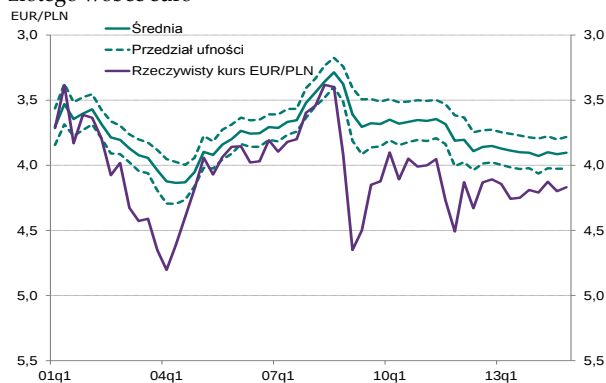
W III kw. ub.r. nominalny efektywny kurs złotego osłabił się wobec poprzedniego kwartału. Natomiast w IV kw. 2014 r. kurs ten stopniowo aprecjonował, co było związane z osłabieniem rubla i hrywny (Wykres 2.16). Kurs złotego wobec euro w całej II połowie 2014 r. pozostawał jednak wyraźnie słabszy od deklarowanego przez przedsiębiorców kursu granicznego opłacalności eksportu na co wskazują badania koniunktury NBP (Wykres 2.17)³⁹. Korzystny dla polskich przedsiębiorstw poziom kursu i jego relatywna stabilność w całym 2014 r. przyczyniły się do utrzymania wysokiej opłacalności sprzedaży eksportowej oraz bardzo niskiego udziału firm wskazujących kurs walutowy jako barierę rozwoju⁴⁰. O korzystnych uwarunkowaniach wymiany handlowej w II połowie ub.r. świadczą również dane z rachunków narodowych wskazujące na dalszą wyraźną poprawę *terms-of-trade*. Wzrost relatywnych cen w handlu zagranicznym wynikał z silniejszego spadku cen importu niż cen eksportu, co było związane z obniżeniem się cen ropy naftowej na rynkach światowych.

Wykres 2.16 Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100)



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.17 Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu oraz rzeczywisty kurs złotego wobec euro



Źródło: Dane i szacunki NBP.

³⁹ Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach badań koniunktury NBP (Szybki Monitoring NBP). Pytanie ankiety: „Jaki jest progowy poziom kursu walutowego, przy którym eksport będzie (jest) nieopłacalny (w PLN)?”; Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kwartale 2014 r. oraz prognoz koniunktury na I kwartał 2015 r., NBP.

⁴⁰ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kwartale 2014 r. oraz prognoz koniunktury na I kwartał 2015 r., NBP.

2.2.5 Produkcja

W IV kw. 2014 r. roczna dynamika wartości dodanej brutto nieznacznie się obniżyła (do 2,8% w IV kw. ub.r. wobec 3,1% w III kw.; Wykres 2.18)⁴¹. Nadal głównym motorem wzrostu był sektor usług, choć jego wkład do wzrostu nieco się zmniejszył (do 1,6 pkt. proc. w IV kw. wobec 2,1 pkt. proc. w III kw.). Jednocześnie obniżył się wkład budownictwa (do 0,2 pkt. proc. w IV kw. wobec 0,3 pkt. proc. w III kw.), natomiast zwiększył się wkład przemysłu (do 1,0 pkt. proc. w IV kw. wobec 0,7 pkt. proc. w III kw.).

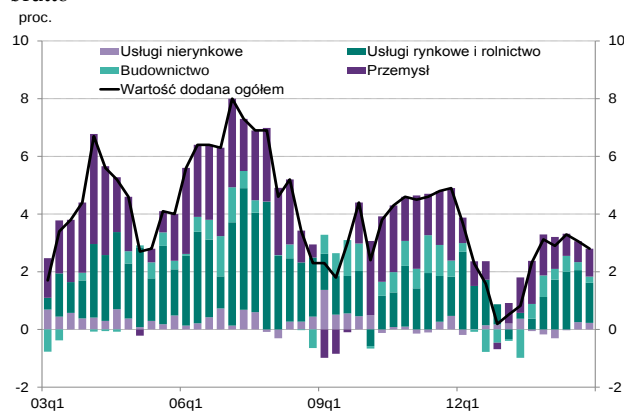
W sektorze usług pewne spowolnienie wzrostu w IV kw. ub.r. było spowodowane w części przez obniżenie dynamiki usług transportowych oraz spadek sprzedaży hurtowej⁴². Zarazem w warunkach stabilnego wzrostu popytu konsumpcyjnego dynamika sprzedaży detalicznej utrzymała się na umiarkowanym poziomie (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*)⁴³.

W budownictwie na pewne osłabienie koniunktury w IV kw. ub.r. wskazuje obniżająca się dynamika produkcji budowlano-montażowej, której nadal towarzyszył spadek zamówień w sektorze budowlanym (Wykres 2.19).

Z kolei w przemyśle koniunktura w IV kw. ub.r. połowie ub.r. poprawiła się, na co wskazuje wzrost dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu przy stabilnym wzroście portfela zamówień (Wykres 2.20).

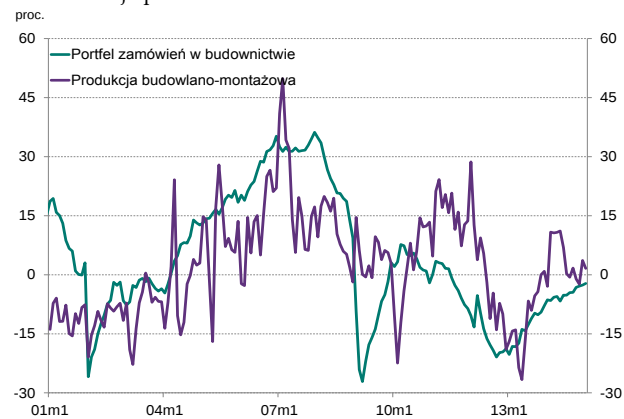
Ostatnio opublikowane dane wskazują na możliwą stabilizację koniunktury na początku 2015 r. W styczniu br. dynamika produkcji budowlano – montażyowej oraz produkcji sprzedanej przemysłu

Wykres 2.18 Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



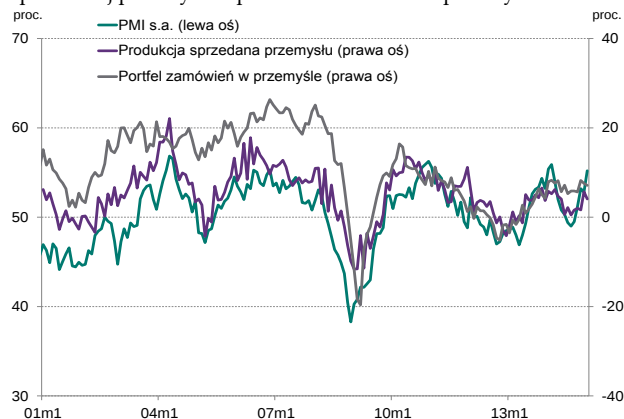
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.19 Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie



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

Wykres 2.20 Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle



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

⁴¹ Informacje o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano montażyowej oraz portfela zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu wpływu wahań sezonowych (obliczenia NBP).

⁴² Dynamika sprzedaży usług w transporcie ogółem (w cenach stałych) w 2014 r. wyniosła 4,4% r/r wobec 7,5% r/r w trzech pierwszych kwartałach 2014 r. Natomiast sprzedaż hurtowa przedsiębiorstw w IV kw. ub.r. spadła (w ujęciu nominalnym) o 1,4% r/r wobec spadku o 1,1% r/r w III kw. ub.r.

⁴³ Dane prezentowane w rozdziale odnoszą się do sprzedaży detalicznej przedsiębiorstw zatrudniających powyżej dziewięciu osób, publikowanych przez GUS w cyklu miesięcznym. Te dane nie odzwierciedlają w pełni dynamiki zmian sprzedaży detalicznej ogółem.

pozostały na poziomie zbliżonym do obserwowanego w IV kw. ub.r.⁴⁴ Jednocześnie wskaźniki koniunktury kształtują się na poziomie zbliżonym do wieloletniej średniej (Wykres 2.21).

2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

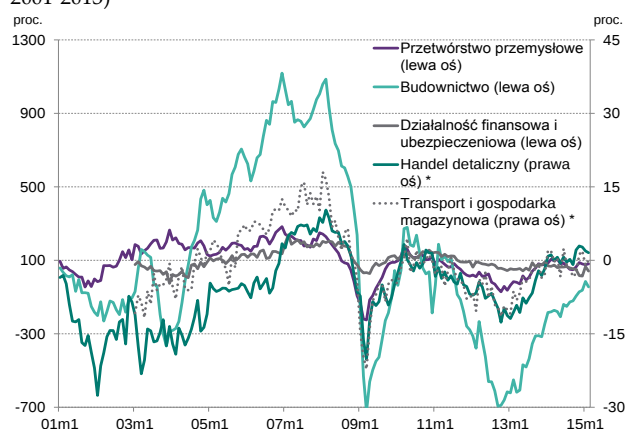
W III kw. ub.r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozostała dobra i poprawiła się wobec okresu sprzed roku. Zwiększył się wynik finansowy brutto, w tym wynik na podstawowej działalności operacyjnej, a także wzrosły wskaźniki rentowności sektora (Wykres 2.25; Tabela 2.5).

Do poprawy wyniku z podstawowej działalności operacyjnej przyczyniła się dodatnia, choć niższa niż w poprzednim kwartale, roczna dynamika przychodów ze sprzedaży przy jednoczesnym spadku kosztów. Spowolnienie wzrostu przychodów związane było z osłabieniem dynamiki popytu zagranicznego, głównie ze strefy euro oraz Rosji i Ukrainy. Jednocześnie spadkowi kosztów sprzedaży sprzyjały niższe niż przed rokiem ceny surowców i energii. Pomimo osłabienia dynamiki sprzedaży zagranicznej, firmy eksportujące pozostały bardziej rentowne od firm nieeksportujących.

Dane ankietowe wskazują, że w IV kw. ub.r. poprawiła się ocena bieżącego i oczekiwanego popytu przez przedsiębiorstwa, co – w warunkach niskiej presji kosztowej – sugeruje utrzymanie się dobrych wyników finansowych w tym okresie⁴⁵.

Sytuacja płynnościowa firm pozostała dobra, na co wskazuje pewien wzrost wskaźnika płynności I stopnia w III kw., najwyższy w historii odsetek przedsiębiorstw, w których wskaźnik ten

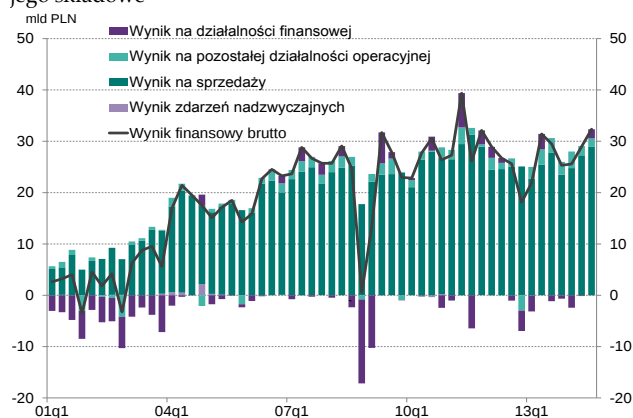
Wykres 2.21 Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach w odniesieniu do wieloletniej średniej (100=średnia z lat 2001-2013)



Źródło: Badania koniunktury GUS.

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

Wykres 2.22 Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



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

Tabela 2.5 Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

proc.	2010	2011	2012	2013				2014		
				q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,2	5,3	4,3	4,3	4,5	4,6	3,8	4,5	4,7	4,8
Wskaźnik rentowności obrotu netto	4,4	4,5	3,4	3,2	4,7	4,1	3,4	3,8	4,1	4,5
Odsetek firm rentownych	78,4	78,0	76,8	61,6	68,8	73,4	79,6	67,6	73,9	77,0
dane na koniec okresu										
Wskaźnik płynności I stopnia	0,40	0,38	0,34	0,33	0,33	0,33	0,35	0,34	0,35	0,36

Źródło: Dane GUS.

⁴⁴ Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 4,1% r/r w styczniu br. wobec 5,7% r/r przeciętnie w IV kw. ub.r. Natomiast produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 1,6% r/r w styczniu br. wobec 0,1% r/r przeciętnie w IV kw. ub.r.

⁴⁵ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2014 r. oraz prognoz na I kw. 2015 r., NBP.

przekroczył wartość referencyjną (20%) oraz obniżenie się udziału przedsiębiorstw wskazujących zatory płatnicze jako barierę rozwoju w IV kw.⁴⁶

2.4 Rynek pracy

2.4.1 Zatrudnienie i bezrobocie

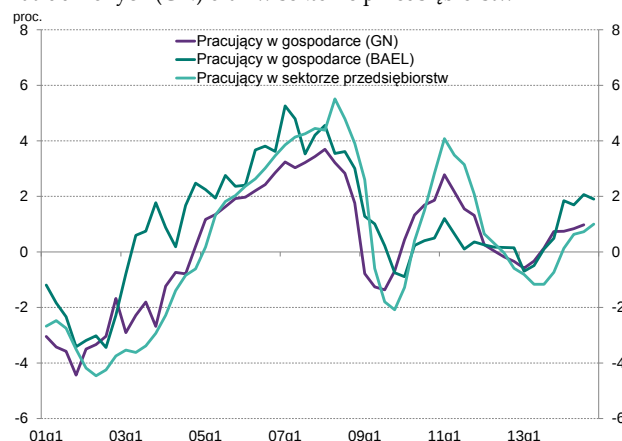
W III i IV kw. ub.r. sytuacja na rynku pracy poprawiała się, mimo pewnego spowolnienia wzrostu PKB.

Według danych BAEL, wzrost liczby pracujących w gospodarce pozostał relatywnie wysoki i wyniósł 2,1% r/r w III kw. i 1,9% r/r w IV kw. (wobec 1,7% r/r w II kw. ub.r.). Przyczyniło się do tego trwające ożywienie w usługach, które sprzyjało wysokiemu wzrostowi liczby pracujących w tym sektorze⁴⁷. Jednocześnie nadal wyraźnie rosła liczba pracujących w przemyśle⁴⁸.

Na wzrost zatrudnienia pod koniec ub.r. i na początku br. wskazują także dane z sektora przedsiębiorstw. Zgodnie z nimi, zatrudnienie w IV kw. ub.r. wzrosło o 1,0% r/r (wobec 0,7% r/r w III kw. ub.r.), a w styczniu br. o 1,2% r/r.

Zgodnie z badaniami ankietowymi NBP z IV kw. ub.r., nadal więcej przedsiębiorstw deklaruje zamiar zwiększenia zatrudnienia niż jego zmniejszenia w kolejnym kwartale. Jednocześnie wzrosła przewaga przedsiębiorstw planujących wzrost zatrudnienia nad przedsiębiorstwami planującymi jego ograniczenie⁴⁹, co wskazuje na możliwość dalszego wzrostu dynamiki zatrudnienia na początku 2015 r.

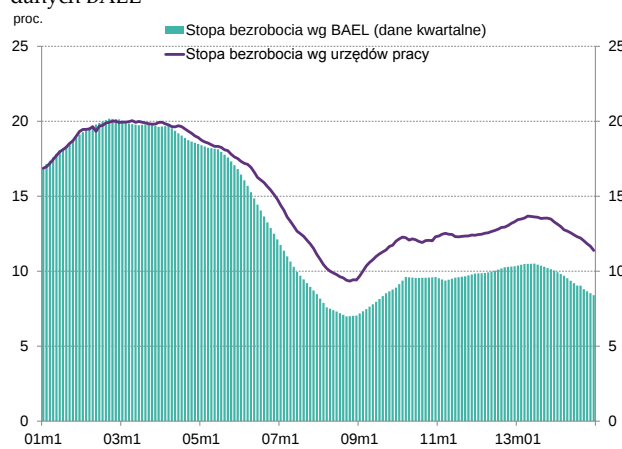
Wykres 2.23 Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL* i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.24 Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL



Źródło: Dane GUS (dane odsezonowane).

⁴⁶ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2014 r. oraz prognoz na I kw. 2015 r., NBP..

⁴⁷ W III i IV kw. ub.r. wzrost ten wyniósł odpowiednio 3,8% r/r i 2,0% r/r (wobec 2,8% r/r w II kw.).

⁴⁸ W III i IV kw. ub.r. wzrost ten wyniósł odpowiednio 1,0% r/r i 2,0% r/r. (wobec 1,5% r/r w II kw.).

⁴⁹ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2014 oraz prognoz na I kw. 2015, NBP.

Wzrostowi zatrudnienia towarzyszy spadek bezrobocia. W IV kw. ub.r. stopa bezrobocia według BAEL wyniosła – po usunięciu wahań sezonowych – 8,4% i była niższa niż w poprzednim kwartale (8,8%; Wykres 2.24) oraz rok wcześniej (10,3%; Wykres 2.25). Obniżenie bezrobocia wynikało przede wszystkim ze wzrostu liczby pracujących w gospodarce. Zarazem spadek bezrobocia był ograniczany przez wzrost podaży pracy, związany przede wszystkim z rosnącą aktywnością zawodową osób w wieku przedemerytalnym.

Dane z urzędów pracy wskazują na dalsze obniżanie się bezrobocia w IV kw. ub.r. W grudniu stopa bezrobocia rejestrowanego po usunięciu wahań sezonowych wyniosła 11,4% (wobec 11,8% w październiku)^{50,51}. Jednocześnie – zgodnie z szacunkami NBP – w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo znalezienia pracy ustabilizowało się na relatywnie wysokim poziomie, a prawdopodobieństwo jej utraty na stosunkowo niskim poziomie (Wykres 2.26).

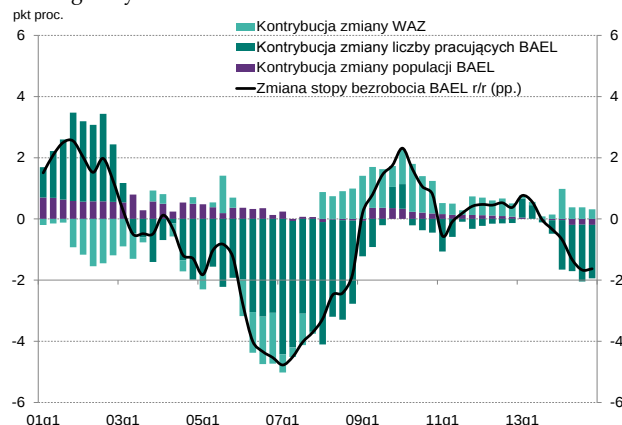
2.4.2 Płace i wydajność pracy

Dane o wynagrodzeniach i jednostkowych kosztach pracy wskazują, że pomimo wzrostu zatrudnienia i obniżania bezrobocia utrzymuje się brak presji płacowej.

W IV kw. ub.r. wzrost wynagrodzeń w gospodarce nieco się obniżył i wyniósł 3,1% r/r (wobec 3,5% r/r w III kw.). Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w tym okresie ustabilizowała się na poziomie 3,3% r/r (Wykres 2.27).

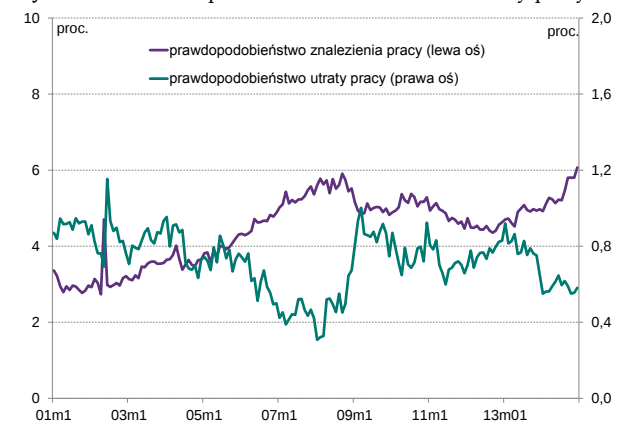
W ostatnich kwartałach wskaźnik indeksu napięć na rynku pracy systematycznie rósł (Wykres 2.28)⁵². Mimo tego wzrostu, badania ankietowe NBP wskazują na ograniczone ryzyko znacznego

Wykres 2.25 Dekompozycja zmian stopy bezrobocia w ujęciu r/r według danych BAEL



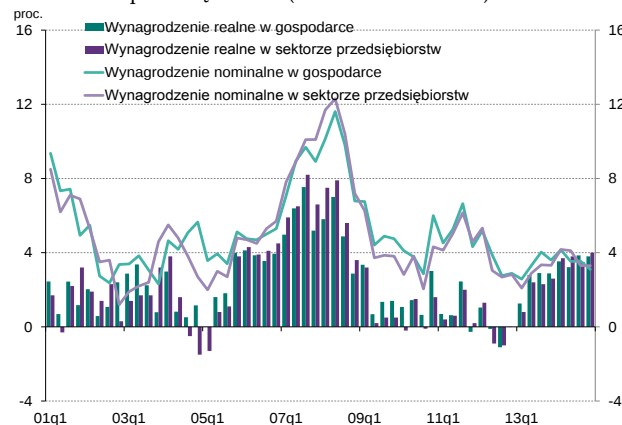
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.26 Prawdopodobieństwo znalezienia i utraty pracy



Źródło: Obliczenia NBP.

Wykres 2.27 Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



Źródło: Dane GUS.

⁵⁰ W listopadzie stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 11,7% (po usunięciu wahań sezonowych).

⁵¹ Różnice pomiędzy stopą bezrobocia BAEL i rejestrowanego mają dwie przyczyny: (1) inna jest definicja osoby bezrobotnej, (2) inna jest definicja populacji, do której odnoszona jest liczba osób bezrobotnych.

⁵² Indeks napięć na rynku pracy liczony jest jako liczba ofert pracy niesubsydiowanej przypadających na jednego bezrobotnego.

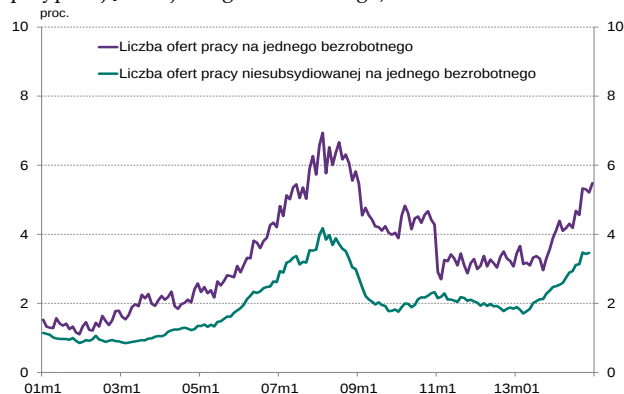
przyspieszenia dynamiki płac⁵³. W IV kw. ub.r. odsetek zatrudnionych, wobec których planowane były podwyżki płac, wzrósł jedynie nieznacznie w porównaniu z III kw. ub.r. Obniżyła się jednocześnie wysokość przeciętnej planowanej podwyżki.

Dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce w ostatnich kilku kwartałach, pomimo pewnych wahań, pozostawała na umiarkowanym poziomie. W IV kw. ub.r. obniżyła się ona nieznacznie, do czego przyczynił się spadek dynamiki wynagrodzeń, przy jednoczesnym utrzymaniu stabilnej dynamiki wydajności pracy (Wykres 2.29). Również dane dotyczące dynamiki jednostkowych kosztów pracy w przedsiębiorstwach przemysłowych, wskazują na jej spadek w tym okresie. Podobnie jak w całej gospodarce, spadek ten wynikał z nieznacznego spowolnienia dynamiki wynagrodzeń w tym sektorze, choć w przedsiębiorstwach przemysłowych – w związku z pewnym przyspieszeniem produkcji pod koniec ub.r. – wzrosła także wydajność pracy (Wykres 2.30).

2.5 Rynki aktywów

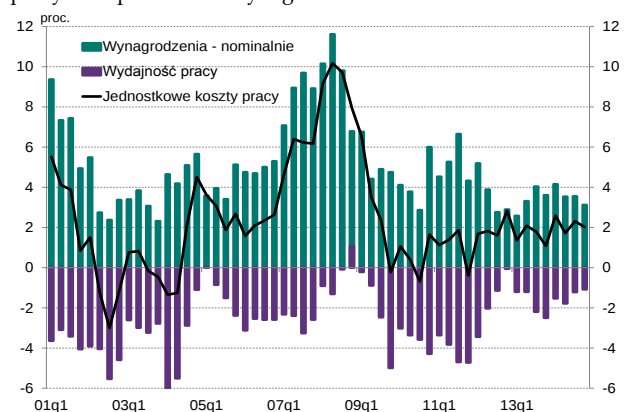
W ostatnich miesiącach zmienność cen polskich aktywów finansowych wzrosła, co miało związek ze wzrostem awersji do ryzyka na rynkach światowych oraz decyzjami głównych banków centralnych. Z kolei na rynku mieszkaniowym utrzymało się ożywienie, czemu sprzyjała korzystna sytuacja na rynku pracy i poprawa warunków kredytowania.

Wykres 2.28 Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego)



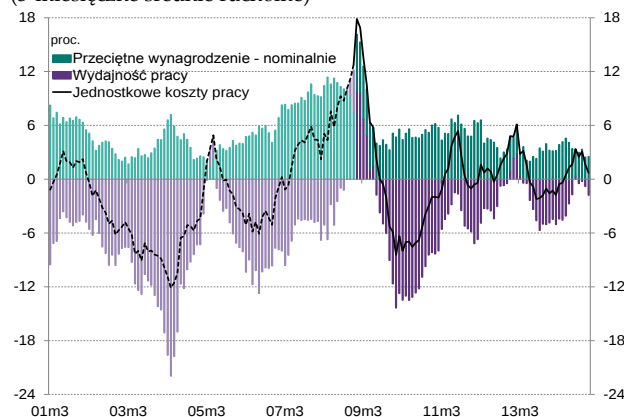
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.29 Dekompozycja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce na tempo wzrostu wydajności pracy i tempo wzrostu wynagrodzeń



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.30 Dekompozycja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w przedsiębiorstwach przemysłowych na tempo wzrostu wydajności pracy i tempo wzrostu wynagrodzeń (3-miesięczne średnie ruchome)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na zmianę klasyfikacji PKD (PKD 2007), dynamiki wynagrodzeń i zatrudnienia w przemyśle w okresie do grudnia 2008 r. (na wykresie zaznaczone jaśniejszymi kolorami) nie są w pełni porównywalne z dynamikami notowanymi w późniejszym okresie.

⁵³ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2015, NBP.

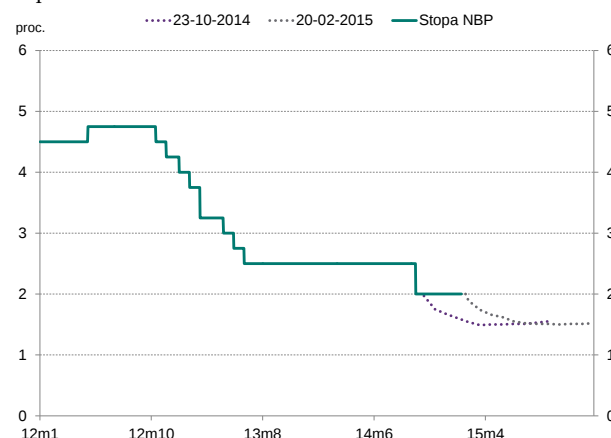
2.5.1 Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych

Po obniżeniu stóp procentowych o 0,50 pkt proc. w październiku ub.r., Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała stopy procentowe NBP bez zmian, w tym stopę referencyjną na poziomie 2,0%. Uczestnicy rynku finansowego oczekują jednak dalszego obniżenia stóp procentowych NBP, łącznie o 0,50 pkt proc. w br. (Wykres 2.29)⁵⁴.

Oczekiwania na obniżenie stóp procentowych NBP oraz złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC przełożyły się na spadek rentowności polskich obligacji skarbowych do historycznych minimów (Wykres 2.32) mimo zwiększenia się awersji do ryzyka na światowych rynkach. Tym samym w ciągu ostatniego roku różnica pomiędzy rentownościami dziesięcioletnich polskich skarbowych papierów wartościowych i obligacji skarbowych głównych krajów rozwiniętych obniżyła się. Spadek ten był szczególnie silny w relacji do rentowności amerykańskich obligacji, do czego przyczynił się wzrost oczekiwań na zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed.

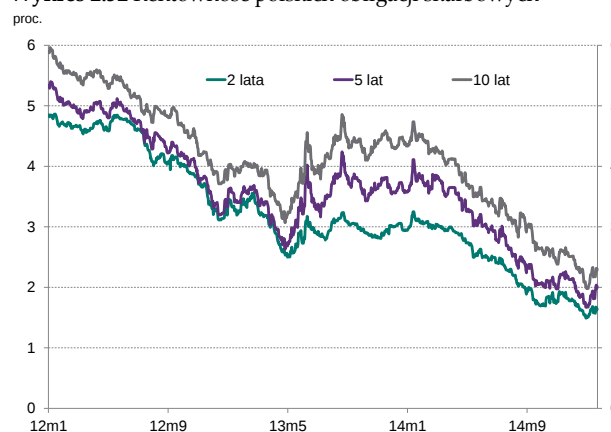
Wzrost awersji do ryzyka przyczynił się natomiast do spadku cen akcji w Polsce. W szczególności obniżyły się ceny akcji spółek sektora energetycznego, co było związane ze spadkiem cen ropy naftowej i węgla na światowych rynkach i w konsekwencji słabymi wynikami tych spółek. Dodatkowo w połowie stycznia br. wyraźnie obniżyły się ceny akcji polskich banków w związku z obawami o ich dochodowość i sytuację kapitałową po decyzji SNB o wycofaniu się z asymetrycznego celu kursowego. Ceny akcji zaczęły rosnąć po znacznym zwiększeniu skali łagodzenia ilościowego przez EBC, jednak pozostały poniżej poziomów z końca października ub.r. (Wykres 2.33)

Wykres 2.31 Stopa referencyjna NBP i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA



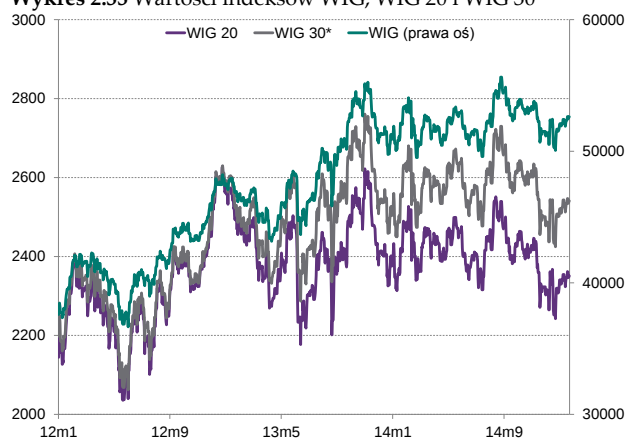
Źródło: Dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.32 Rentowność polskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.33 Wartości indeksów WIG, WIG 20 i WIG 30



Źródło: Dane Bloomberg.

⁵⁴ Na marcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 0,50 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 1,50%. Jednocześnie Rada ogłosiła, że decyzja ta oznacza zamknięcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

2.5.2 Kurs walutowy

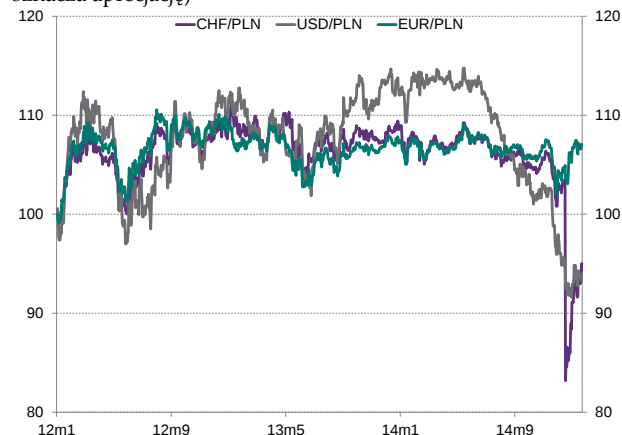
Od publikacji poprzedniego *Raportu* kurs złotego osłabił się w relacji do dolara amerykańskiego i szczególnie silnie do franka szwajcarskiego, jednocześnie umacniając się wobec euro (Wykres 2.34). Zmiany kursu złotego wobec głównych walut były determinowane w przeważającym stopniu przez czynniki zewnętrzne, w tym zwłaszcza politykę pieniężną głównych banków centralnych oraz wzrost awersji do ryzyka.

Znaczna skala deprecjacji wobec franka szwajcarskiego miała związek z wycofaniem się SNB z asymetrycznego celu kursowego do euro. W wyniku tej decyzji frank szwajcarski znacząco umocnił się wobec euro, a przez to także wobec złotego oraz innych walut krajów wschodzących, w szczególności tych, które – jak Polska – charakteryzują się znaczną ekspozycją sektora gospodarstw domowych na franka szwajcarskiego (por. Ramka 3: *Uwolnienie kursu franka szwajcarskiego i jego możliwy wpływ na konsumpcję gospodarstw domowych w Polsce*; rozdz. 1.3 *Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą*).

Kurs złotego osłabił się również wobec dolara amerykańskiego. Głównymi czynnikami sprzyjającymi deprecjacji były wzrost awersji do ryzyka w stosunku do krajów rozwijających się na przełomie 2014 i 2015 r., dywergencja polityki pieniężnej pomiędzy Fed i EBC oraz wzrost ryzyka geopolitycznego przekładające się na silne umocnienie dolara wobec euro (por. rozdz. 1.3 *Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą*). Dodatkowo, od połowy stycznia, osłabienie złotego względem dolara nasiliło się na skutek decyzji SNB.

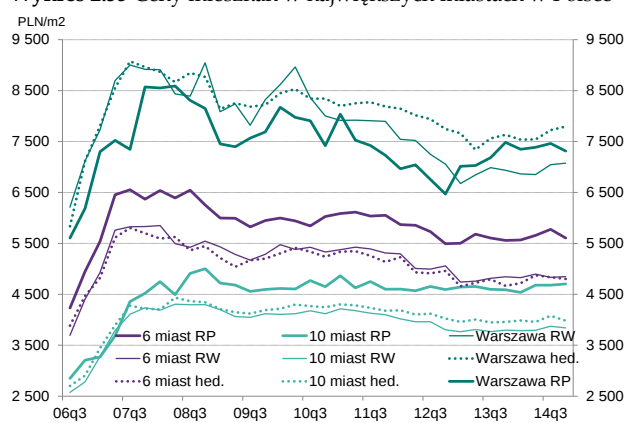
Po decyzji EBC o znacznym zwiększeniu skali łagodzenia ilościowego kurs złotego – podobnie jak kursy walutowe wielu krajów rozwijających się – umocnił się wobec głównych walut.

Wykres 2.34 Nominalny kurs złotego (styczeń 2008 = 100, wzrost oznacza aprecjację)



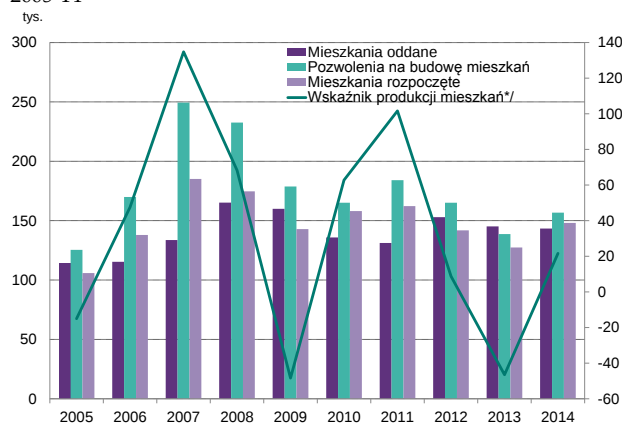
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.35 Ceny mieszkań w największych miastach w Polsce



Źródło: Dane transakcyjne z badania NBP, obliczenia NBP.

Wykres 2.36 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w latach 2005-14



Źródło: GUS, obliczenia NBP.

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

2.5.3 Ceny mieszkań⁵⁵

W II połowie ub.r. utrzymało się ożywienie na rynku mieszkaniowym w Polsce, co było widoczne w wysokim poziomie sprzedaży mieszkań, któremu towarzyszyła stabilizacja ich cen. Ożywieniu temu sprzyjała poprawa sytuacji na rynku pracy, wysoka dostępność kredytów mieszkaniowych i ich niskie oprocentowanie. Utrzymaniu wysokiej sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym dodatkowo sprzyjał program „Mieszkanie dla Młodych” (Wykres 2.35⁵⁶). Wysoka sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym przy utrzymującym się spadku kosztów ich budowy sprzyjała rozpoczynaniu nowych inwestycji (Wykres 2.36). W rezultacie liczba mieszkań w ofercie na rynku pierwotnym ponownie zaczęła maleć.

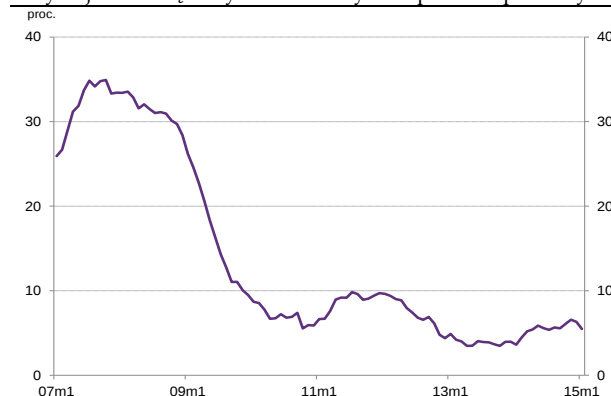
2.6 Kredyt i pieniądz

Od publikacji poprzedniego *Raportu* przyrost akcji kredytowej – pomimo pewnego przyspieszenia – pozostał umiarkowany (Wykres 2.37). Wzrost dynamiki kredytu ogółem związany był ze zwiększeniem dynamiki kredytu dla przedsiębiorstw. Jednocześnie dynamika kredytu dla gospodarstw domowych nieznacznie się obniżyła. Towarzyszył temu wzrost dynamiki podaży szerokiego pieniądza, związany głównie z istotnym wzrostem depozytów gospodarstw domowych.

2.6.1 Kredyty dla przedsiębiorstw

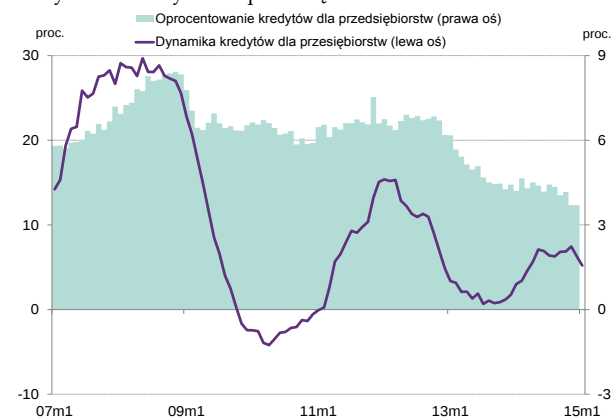
Dynamika akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw – po okresie stabilizacji – nieznacznie wzrosła w IV kw. ub.r. (do 6,9% r/r

Wykres 2.37 Dynamika roczna należności sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych



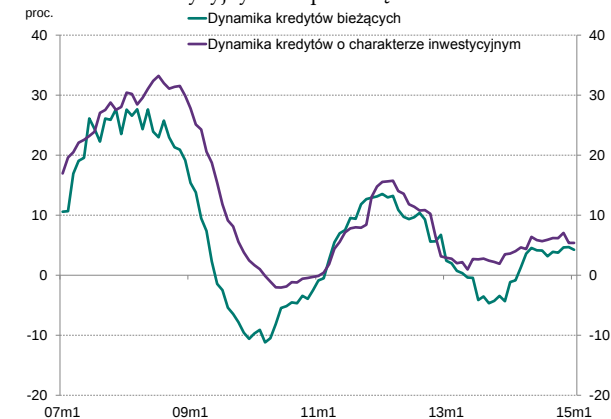
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.38 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.39 Dynamika roczna kredytów bieżących i kredytów o charakterze inwestycyjnym dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁵⁵ 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 III kwartale 2014 r.* (dostępne na stronie internetowej NBP: www.nbp.pl).

⁵⁶ RP – rynek pierwotny, RW – rynek wtórny, hed. – ceny z wykorzystaniem indeksu hedonicznego. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórnym – średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie. Agregat siedmiu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Szczecin i Wrocław, zaś dziewięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Kielce, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów i Zieloną Górę.

wobec 6,5% r/r w III kw. ub.r.; Wykres 2.38), na co złożyło się przyspieszenie wzrostu zarówno kredytów bieżących, jak i – choć w mniejszym stopniu – kredytów o charakterze inwestycyjnym⁵⁷. Wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w IV kw. ub.r. wspierany był przez łagodzenie kryteriów kredytowych oraz spadek oprocentowania kredytów na skutek październikowej decyzji Rady Polityki Pieniężnej o obniżce stóp procentowych NBP (Wykres 2.38)^{58,59}.

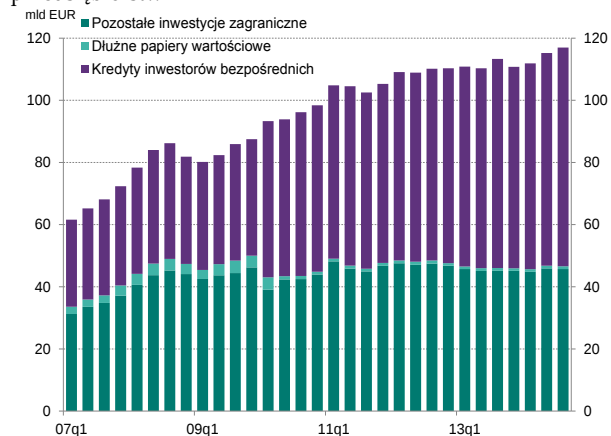
Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw na koniec III kw. ub.r. wzrosło o 1,8% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego (Wykres 2.40)⁶⁰, co było w dużej mierze skutkiem wzrostu zobowiązań wobec zagranicznych inwestorów bezpośrednich⁶¹.

2.6.2 Kredyty dla gospodarstw domowych

Po stabilizacji w III kw. ub.r., w IV kw. ub.r. tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych obniżyło się, co było spowodowane nieznacznym spowolnieniem wzrostu kredytów mieszkaniowych oraz spadkiem dynamiki kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.41; Wykres 2.42).

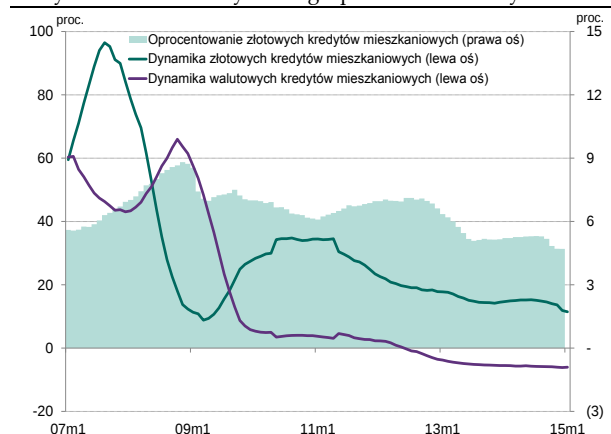
W IV kw. roczna dynamika kredytów mieszkaniowych obniżyła się do 3,9% r/r (z 4,2% r/r w III kw. ub.r.; Wykres 2.41), do czego przyczynić się mogło pewne zaostrzenie polityki

Wykres 2.40 Struktura zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.41 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

⁵⁷ Dane w ujęciu średniomiesięcznym.

⁵⁸ Złagodzenie kryteriów dotyczyło większości kategorii kredytowych. Zgodnie z ankietą nt. sytuacji na rynku kredytowym złagodzenie polityki kredytowej przez banki związane było głównie z niższym ryzykiem związanym z przewidywaną sytuacją gospodarczą, lepszą sytuacją największych kredytobiorców oraz wzrostem presji konkurencyjnej między bankami. W okresie wrzesień 2014 r. – listopad 2014 r. średnie oprocentowanie nowych złotych kredytów dla przedsiębiorstw spadło o 35 punktów bazowych do 3,7%. Zgodnie z danymi NBP, spadek oprocentowania miał miejsce mimo wzrostu marż pobieranych przez banki (do 1,9% w IV kw. wobec 1,7% w III kw.).

⁵⁹ Począwszy od danych za grudzień 2014 r. ulega zmianie zakres i metodyka danych publikowanych w ramach statystyki oprocentowania stosowanego przez banki w odniesieniu do depozytów oraz kredytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Więcej informacji na stronie NBP: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/oprocentowanie_n.html.

⁶⁰ Od poprzedniej edycji *Raportu* dane dotyczące zadłużenia zagranicznego firm zestawiane są na podstawie zmienionej metodologii, uwzględniającej wytyczne zawarte w podręczniku do bilansu płatniczego BPM6. Więcej informacji na stronie NBP: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2014/info-ds.html.

⁶¹ Zadłużenie wobec podmiotów niepowiązanych kapitałowo zwiększyło się jedynie nieznacznie i wynikało z niewielkiego wzrostu zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek krótkoterminowych, przy spadku zobowiązań długoterminowych. Zadłużenie krajowe przedsiębiorstw wobec monetarnych instytucji finansowych (MIF) według stanu na styczeń br. wyniosło 278 mld zł.

kredytowej banków w tej kategorii kredytów⁶². Wzrost akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych był natomiast wspierany przez obniżenie oprocentowania kredytów oraz trwającą poprawę sytuacji na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*)⁶³.

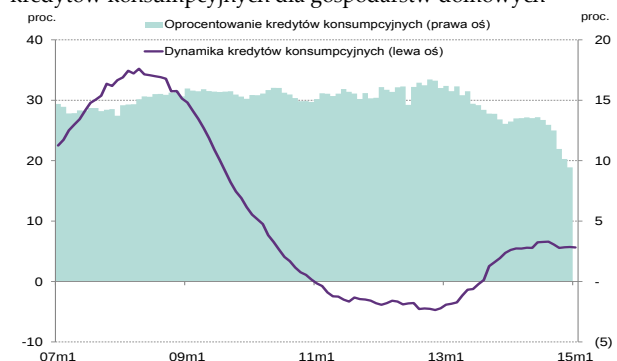
W IV kw. ub.r. dynamika kredytów konsumpcyjnych spowolniła do poziomu 5,6% r/r (wobec 6,4% r/r w poprzednim kwartale). Spadkowi dynamiki tej kategorii sprzyjał wzrost depozytów gospodarstw domowych, który w warunkach korzystnej sytuacji na rynku pracy, wspierał finansowanie wzrostu konsumpcji ze środków własnych. W kierunku dalszego wzrostu akcji kredytowej oddziaływało natomiast łagodzenie polityki kredytowej, jak również obniżenie oprocentowania kredytów na skutek spadku stóp procentowych NBP⁶⁴.

2.6.3 Depozyty i agregaty monetarne

W IV kw. 2014 tempo wzrostu szerokiego pieniądza dalej przyspieszało (do 7,8 % r/r wobec 7,2% w III kw.; Wykres 2.43), na co złożyły się głównie wzrost dynamiki depozytów gospodarstw domowych (zarówno bieżących, jak i terminowych) oraz stabilny wzrost depozytów przedsiębiorstw.

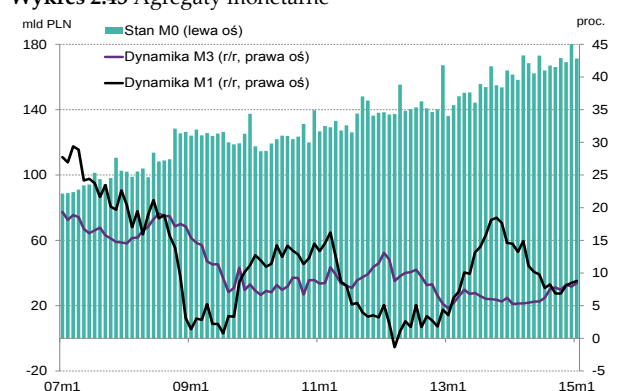
Przyspieszenie wzrostu depozytów gospodarstw domowych było wspierane przez dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*)⁶⁵. Jednocześnie wzrostowi dynamiki depozytów towarzyszyło spowolnienie wzrostu

Wykres 2.42 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych



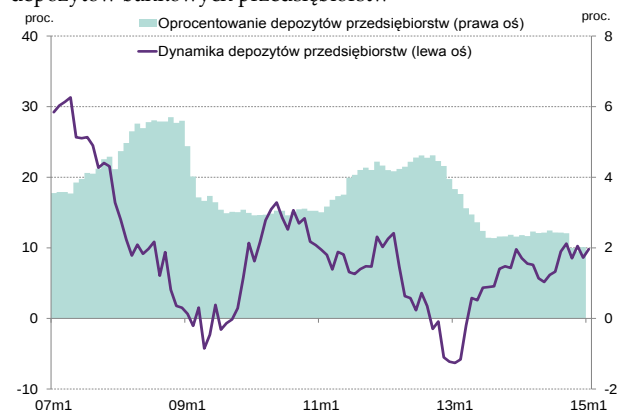
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.43 Agregaty monetarne



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.44 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych depozytów bankowych przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁶² Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kw. 2015, NBP.

⁶³ Prezentowane w rozdziale dane transakcyjne nie uwzględniają zmiany stanów kredytów wynikających ze zmiany wyceny lub reklasyfikacji. Na zmianę wartości walutowych kredytów mieszkaniowych w styczniu br. wpływ miała decyzja banku centralnego Szwajcarii z dnia 15 stycznia br. skutkująca silną deprecjacją złotego wobec franka szwajcarskiego. Zmiana wielkości kredytów mieszkaniowych w styczniu br. wynikająca ze zmian kursowych wyniosła 17 mld zł, wobec zmiany transakcyjnej tej kategorii kredytów na poziomie 0,8 mld zł. Ponadto, stan należności monetarnych instytucji finansowych (MIF) z tytułu kredytów mieszkaniowych w omawianym okresie zmniejszył się w grudniu o 2,1 mld zł wskutek likwidacji SKOK Wołomin (należącego do MIF). Powyższą kwotę przeklasyfikowano do należności sektora pozostałych instytucji pośrednictwa finansowego.

⁶⁴ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kw. 2015, NBP.

⁶⁵ Wysoki przyrost depozytów ludności w grudniu należy wiązać m.in. z wypłatami nagród i premii świątecznych. Dodatkowo, obserwowany wzrost jest również wynikiem rozpoczęcia przez Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa akcji przekazywania środków dla rolników z tytułu dopłat bezpośrednich za 2014 r.

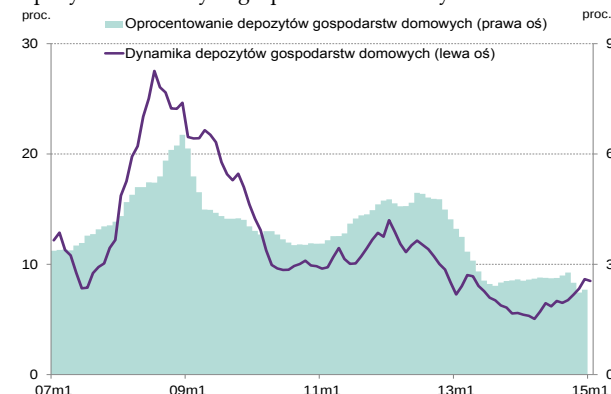
bardziej ryzykownych składników aktywów gospodarstw domowych (akcji, obligacji), co związane było ze zwiększoną zmiennością cen na rynkach finansowych (por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe* oraz rozdz. 2.5 *Rynki aktywów*).

2.7 Bilans płatniczy

W III kw. 2014 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących nieznacznie się pogłębił (do 1,8 mld EUR wobec 1,5 mld EUR w III kw. 2013 r.), pozostając jednak na historycznie niskim poziomie. Wyższy niż rok wcześniej deficyt wynikał w części ze zwiększenia się dochodów zagranicznych inwestorów bezpośrednich. Do pogłębienia deficytu przyczyniła się także słabnąca dynamika popytu zagranicznego przy jednoczesnym przyspieszeniu wzrostu popytu krajowego, co zmniejszyło nadwyżkę w polskim handlu zagranicznym (widoczną w obniżeniu dodatniego salda obrotów towarowych i usług). Ograniczająco na wzrost deficytu oddziaływał natomiast wyższy niż rok wcześniej napływ funduszy z UE oraz niższa składka członkowska do UE, co zwiększyło saldo dochodów wtórnych⁶⁶. Dane miesięczne wskazują, że w IV kw. ub.r. deficyt na rachunku bieżącym pozostał na poziomie z analogicznego okresu poprzedniego roku i wyniósł -1,3 mld EUR⁶⁷.

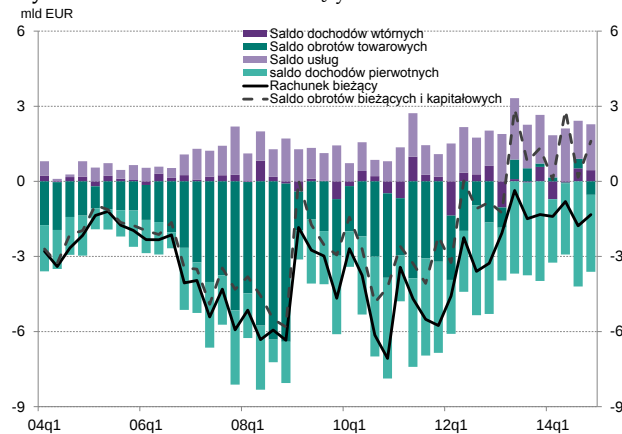
W III kw. 2014 r. nadal napływały do Polski fundusze z Unii Europejskiej, czego efektem było utrzymanie dodatniego salda na rachunku kapitałowym⁶⁸. Nadwyżka na tym rachunku była jednak niższa niż rok wcześniej (1,9 mld EUR wobec 2,3 mld EUR w III kw. ub.r.) ze względu na

Wykres 2.45 Dynamika roczna i średnie oprocentowanie nowych depozytów bankowych gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.46 Saldo obrotów bieżących



Źródło: Dane i szacunki NBP.

⁶⁶ Począwszy od 30 września br. NBP publikuje dane bilansu płatniczego i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej zestawione na podstawie wytycznych zawartych w podręczniku do bilansu płatniczego BPM6. Więcej informacji na temat nowego sposobu prezentacji danych można znaleźć na stronie NBP: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosc/wiadomosci_2014/info-ds.html.

⁶⁷ Prezentowane wartości składowych bilansu płatniczego za IV kw. 2014 r. w tekście, na wykresie i w tabeli obliczone zostały na podstawie danych miesięcznych z okresu październik – grudzień 2014 r.

⁶⁸ Na rachunku kapitałowym uwzględnia się fundusze strukturalne i spójności, podczas gdy na rachunku dochodów wtórnych fundusze społeczne. Środki z funduszu wspólnej polityki rolnej odnotowywane są na rachunku dochodów pierwotnych.

mniejszą skalę napływu tych funduszy (zwłaszcza funduszy strukturalnych). Natomiast w IV kw. ub.r. saldo na rachunku kapitałowym nieco wzrosło do 2,9 mld EUR wobec 2,7 mld EUR w IV kw. 2013 r., na co wskazują dane miesięczne.

W III kw. ub.r. zwiększył się napływ kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich i portfelowych (w ujęciu rocznym). Jednocześnie monetarne instytucje finansowe ograniczyły swoje aktywa za granicą w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Dane miesięczne wskazują, że w IV kw. ub.r. nadal napływał do Polski kapitał zagraniczny w postaci inwestycji bezpośrednich. Jednocześnie widoczny był odpływ części kapitału portfelowego (zarówno w formie instrumentów udziałowych, jak i dłużnych).

Konsekwencją pogłębienia się deficytu na rachunku obrotów bieżących w III i IV kw. ub.r. było niewielkie pogorszenie się części wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski wobec II kw. Mimo tego utrzymała się nadwyżka na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych (Tabela 2.6)⁶⁹.

Tabela 2.6. Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco, w %, o ile nie zaznaczono inaczej)

	2011	2012	2013				2014			
			q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB	-5,2	-3,6	-2,9	-2,4	-1,9	-1,3	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB	-3,3	-1,3	-0,8	-0,1	0,4	1,0	1,3	1,2	1,1	1,1
Saldo obrotów towarowych/PKB	-3,4	-1,9	-1,4	-0,7	-0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,0
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,4	5,7	5,9	5,7	5,5	5,3	5,1	5,0	5,3	5,4
Zadłużenie zagraniczne/PKB	68	73	73	71	73	71	70	70	71	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB	-60	-68	-66	-64	-68	-70	-70	-68	-69	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących*	80	100	95	90	84	88	92	90	93	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r.*	93	107	100	96	89	95	100	99	105	-

Źródło: Dane NBP i Ministerstwa Finansów.

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

⁶⁹ Dane w Tabeli 2.6 różnią się od danych zaprezentowanych w materiale NBP *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za III kwartał 2014 r.* (Tabela XXV) z uwagi na zastosowanie w *Raporcie o inflacji* ujęcia płynnego roku (czterech kwartałów krocząco).

3 Polityka pieniężna w okresie listopad 2014 – marzec 2015 r.

Na posiedzeniach w listopadzie i w grudniu 2014 r. oraz w styczniu i w lutym 2015 r. Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. W marcu 2015 r. Rada obniżyła stopy procentowe o 0,5 pkt proc., do poziomu: stopa referencyjna 1,50%, stopa lombardowa 2,50%, stopa depozytowa 0,50%, stopa redyskonta weksli 1,75%.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w listopadzie i w grudniu 2014 r. oraz w styczniu i w lutym 2015 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. *Opis dyskusji* na marcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 19 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 listopada 2014 r.

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą oraz listopadowej projekcji inflacji i PKB.

Część członków Rady podkreślała, że w ostatnich miesiącach nastąpiło pogorszenie bieżącej i oczekiwanej koniunktury w otoczeniu gospodarczym Polski. Wskazywano na ponowne obniżenie prognoz wzrostu sporządzanych przez instytucje zewnętrzne dla gospodarki światowej, w tym dla strefy euro, która ma utrzymać się w stagnacji w najbliższych kwartałach. Podkreślano, że nasilają się obawy o długotrwałą stagnację w strefie euro. Część członków Rady zwracała również uwagę na spowolnienie wzrostu gospodarczego w największych krajach rozwijających się. Wskazywano na osłabianie się wzrostu w Chinach i prawdopodobne pojawienie się stagnacji gospodarczej w Rosji, a także na pogłębiającą się recesję na Ukrainie. W ocenie części członków Rady obniżenie dynamiki aktywności gospodarczej w krajach wschodzących będzie negatywnie oddziaływało na wzrost PKB w strefie euro, w tym zwłaszcza w Niemczech kierujących dużą część

eksportu do tych krajów, a jednocześnie będących głównym partnerem handlowym Polski. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że pomimo niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych w ostatnim okresie pojawiły się sygnały poprawy koniunktury w sektorze przemysłowym w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro i Niemczech. Zwracano jednocześnie uwagę, że w Stanach Zjednoczonych trwa umiarkowane ożywienie gospodarcze. Ponadto, zdaniem tych członków Rady w strefie euro wzrost gospodarczy może być w przyszłym roku nieco wyższy niż w obecnym.

Dyskutując na temat procesów inflacyjnych za granicą, podkreślano, że inflacja pozostaje niska w wielu krajach, w tym również tam, gdzie utrzymuje się względnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego. Członkowie Rady wskazywali, że w strefie euro inflacja jest bardzo niska i nadal się obniża. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że w części krajów silnie powiązanych gospodarczo z tym obszarem walutowym dynamika cen jest ujemna. Podkreślano, że do niskiej inflacji na świecie przyczynia się obniżenie cen surowców na światowych rynkach oraz relatywnie niski globalny wzrost gospodarczy, co – zdaniem niektórych członków Rady – oznacza brak skuteczności

krajowej polityki monetarnej w podwyższaniu tempa wzrostu cen.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, wskazywano że w przypadku głównych banków centralnych pozostaje ona silnie ekspansywna. W szczególności, choć Rezerwa Federalna zaprzestała zwiększania skali zakupu aktywów finansowych, to będzie nadal reinwestować zapadające papiery dłużne. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że Rezerwa Federalna sygnalizuje podwyższenie stóp procentowych w przyszłym roku. Z kolei Europejski Bank Centralny rozpoczął w październiku zakupy aktywów finansowych, a Bank Japonii znacznie je zwiększył. W tym kontekście zwrócono uwagę, że Europejski Bank Centralny zamierza kontynuować zakupy aktywów w horyzoncie co najmniej dwóch lat, a stopy procentowe w strefie euro mogą pozostać w pobliżu zera nawet w dłuższym okresie. Wskazywano również na obniżenie stóp procentowych w krajach silnie powiązanych gospodarczo ze strefą euro, również w tych, w których utrzymuje się względnie wysoki wzrost gospodarczy. Niektórzy członkowie Rady zwrócili ponadto uwagę, że ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych zwiększała presję na aprecjację walut niektórych krajów o istotnym dysparytecie stóp procentowych w stosunku do głównych gospodarek.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że w III kwartale prawdopodobnie nastąpiło dalsze spowolnienie wzrostu gospodarczego. Część członków Rady zwracała uwagę na niewielką skalę tego spowolnienia. Wskazywano, że spowolnienie jest spowodowane głównie osłabieniem popytu zewnętrznego przekładającym się na spadek dynamiki eksportu oraz na pogorszenie nastrojów skutkujące obniżeniem wzrostu wydatków inwestycyjnych podmiotów prywatnych. Na taki obraz wskazują napływające dane, zgodnie z którymi wyhamował wzrost eksportu i obniżyły się zamówienia eksportowe, a produkcja przemysłowa

w III kwartale rosła średnio wolniej niż kwartał wcześniej. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że dane napływające w ostatnim okresie mogą sygnalizować ożywienie koniunktury w kolejnych kwartałach. W szczególności we wrześniu wzrosła dynamika produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej, czemu towarzyszyła pewna poprawa nastrojów po kilku miesiącach ich pogarszania. Na podtrzymanie umiarkowanego wzrostu popytu inwestycyjnego w III kwartale wskazuje obserwowane w tym okresie stopniowe przyspieszanie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i stabilny wzrost kredytów mieszkaniowych. Część członków Rady zwracała również uwagę na nadal korzystną koniunkturę konsumencką, stabilizację wzrostu sprzedaży detalicznej oraz utrzymujący się wzrost zatrudnienia, a także wzrost prawdopodobieństwa znalezienia pracy przy stabilizacji prawdopodobieństwa utraty pracy.

Dyskutując na temat perspektyw koniunktury gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że prognozowane w listopadowej projekcji tempo wzrostu PKB jest niższe niż w poprzedniej rundzie projekcyjnej. Część członków Rady podkreślała jednak, że zgodnie z centralną, najbardziej prawdopodobną, ścieżką projekcji roczna dynamika PKB nieznacznie przyspieszy począwszy od II kwartału 2015 r. Następnie wzrost gospodarczy ma się ustabilizować powyżej 3%, a więc na poziomie zbliżonym do dynamiki produktu potencjalnego. Wspiera to ocenę tych członków Rady, że – pomimo niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych – perspektywy wzrostu PKB w Polsce pozostają korzystne. Członkowie ci wskazywali ponadto, że prognozy zewnętrzne także wskazują na powrót gospodarki polskiej do fazy umiarkowanego ożywienia w perspektywie kolejnych kwartałów. Część członków Rady podkreślała natomiast, że prawdopodobieństwo niższego wzrostu gospodarczego niż pokazuje centralna ścieżka projekcji jest istotne, o czym świadczy silnie asymetryczny rozkład ryzyk

prognozy dla wzrostu PKB związany głównie z ryzykiem długotrwale niskiego wzrostu w strefie euro. Członkowie ci zwracali również uwagę na obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski przez niektóre ośrodki zewnętrzne w ostatnim okresie i utrzymującą się niepewność co do koniunktury na świecie.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że we wrześniu roczna dynamika cen i usług konsumpcyjnych pozostała ujemna. Podkreślano, że deflacja w Polsce jest wprawdzie wynikiem oddziaływania czynników zewnętrznych (w szczególności widocznych w obniżeniu się cen żywności i energii), jednak sprzyja jej także brak presji popytowej, na co wskazuje zerowy poziom większości wskaźników inflacji bazowej. W tym kontekście zwracano uwagę na utrzymywanie się niskiej presji płacowej i kosztowej w gospodarce, o czym świadczy niska dynamika jednostkowych kosztów pracy i kontynuacja spadku cen produkcji sprzedanej w ujęciu rocznym.

Odnosząc się do perspektyw inflacji, podkreślano, że ścieżka inflacji przewidywana w listopadowej projekcji jest niższa niż prognozowano w lipcu i pozostaje poniżej celu w całym horyzoncie projekcji. Część członków Rady zwracała przy tym uwagę na podobną jak w przypadku PKB wyraźną asymetrię bilansu ryzyk, wskazującą na większe prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej ścieżki centralnej. Członkowie ci wskazywali, że luka popytowa – w przeciwieństwie do projekcji lipcowej – pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji listopadowej, przez co okres obniżonej presji popytowej wydłuży się w porównaniu do poprzedniej projekcji. Argumentowali oni ponadto, że perspektywy niskiej inflacji potwierdzone są przez prognozy zewnętrzne. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że zgodnie z centralną ścieżką projekcji listopadowej inflacja ma stopniowo rosnąć i pod koniec horyzontu projekcji wrócić do przedziału

odchyień od celu. W ocenie tych członków Rady inflacja może ukształtować się na nieco wyższym poziomie niż wynika to z projekcji listopadowej, powracając w okolice celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej, na co wskazują niektóre prognozy.

Dyskutując na temat decyzji o wysokości stóp procentowych, część członków Rady oceniała, że dostosowanie polityki pieniężnej powinno być kontynuowane na bieżącym posiedzeniu. Za kontynuacją dostosowania stóp procentowych przemawiała ich zdaniem utrzymująca się deflacja, bardzo niskie oczekiwania inflacyjne oraz prognozy wskazujące na pozostawanie inflacji poniżej celu w kolejnych latach. Uzasadnieniem dalszego dostosowania polityki pieniężnej było także obniżenie dynamiki krajowego wzrostu gospodarczego oraz ryzyko jego dalszego spowolnienia ze względu na pogorszenie perspektyw wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki. W opinii tych członków Rady, dalsze obniżenie stóp procentowych ograniczałoby negatywne skutki osłabienia popytu zewnętrznego dla dynamiki krajowej aktywności gospodarczej. Podkreślali oni ponadto, że utrzymywanie istotnego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a jej otoczeniem może – oddziałując w kierunku silniejszego kursu złotego – dodatkowo opóźniać powrót inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że obniżki stóp procentowych zmniejszyłyby koszty obsługi długu publicznego i w ten sposób wspierały politykę gospodarczą rządu.

Większość członków Rady była natomiast zdania, że stopy procentowe powinny pozostać bez zmian na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wyrażali opinię, że osłabienie dynamiki PKB może być przejściowe i niewielkie. Ponadto podkreślali, że do obniżenia inflacji i spowolnienia gospodarczego przyczyniają się głównie czynniki pozostające poza oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej, w tym znaczna niepewność ograniczająca dynamikę wydatków podmiotów prywatnych. Niektórzy

członkowie Rady podkreślali, że po przeprowadzonej w październiku obniżce, kolejna duża obniżka stopy referencyjnej oznaczałaby, że – biorąc pod uwagę bieżącą projekcję inflacji – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej realne stopy procentowe byłyby w Polsce bliskie zera, a prawdopodobnie nawet ujemne, co powodowałoby ryzyko wystąpienia w Polsce nierównowagi makroekonomicznej. Zdaniem części członków Rady dalsze obniżenie stóp procentowych mogłoby pobudzić w nadmiernym stopniu akcję kredytową w gospodarce oraz osłabiać bodźce do restrukturyzacji przedsiębiorstw. W ocenie części członków Rady będących za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian, obecny poziom stóp procentowych stwarza także przestrzeń dla poluzowania polityki pieniężnej, gdyby okazało się ono konieczne w przypadku pojawienia się poważnych zaburzeń na globalnych rynkach finansowych.

Część spośród członków Rady będących za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian oceniała, że dokonane w październiku dostosowanie stóp procentowych stanowi wystarczający impuls monetarny dla wsparcia powrotu inflacji w pobliże celu w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej w świetle bieżących danych i wyników projekcji listopadowej. Niektórzy podkreślali też, że potrzebny jest czas na analizę skutków obniżki stóp procentowych w październiku. Wskazywali oni również, że ostrożna polityka pieniężna jest wartością samą w sobie, którą trzeba utrzymywać, dążąc do stabilności makroekonomicznej i finansowej. Jednak członkowie ci wskazywali, że w ostatnim okresie zwiększyła się niepewność dotycząca kierunku dalszego przebiegu koniunktury. W związku z tym nie wykluczali oni możliwości dalszego dostosowania polityki pieniężnej w przypadku znacznie silniejszego pogorszenia koniunktury w Polsce i na świecie, w szczególności w strefie euro.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,00 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Zgłoszono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Zgłoszono także wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 grudnia 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady wskazywali, że wzrost aktywności na świecie pozostaje umiarkowany. Podkreślano, że w Stanach Zjednoczonych utrzymuje się korzystna koniunktura. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali również, że nieznacznie poprawiła się sytuacja gospodarcza w strefie euro. Część członków Rady wskazywała jednak, że wzrost gospodarczy w strefie euro pozostaje bardzo niski, a wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość utrzymywania się słabego wzrostu w kolejnych kwartałach. Zwracano uwagę na niską dynamikę PKB oraz spadek wskaźnika PMI w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. Odnosząc się do sytuacji w największych gospodarkach wschodzących wskazywano, że również w tych krajach aktywność gospodarcza pozostaje relatywnie niska, a w Chinach doszło do jej dalszego osłabienia.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej w otoczeniu Polski wskazywano, że w przypadku głównych

banków centralnych pozostaje ona silnie ekspansywna. W szczególności Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na historycznie niskim poziomie i prowadzi program zakupu aktywów, a także nie wyklucza jego rozszerzenia na kolejne instrumenty. Zdaniem niektórych członków Rady może to ograniczać ryzyko deflacji w strefie euro.

Omawiając sytuację gospodarczą w Polsce, członkowie Rady podkreślali, że dynamika PKB w III kwartale osłabiła się jedynie nieznacznie i była wyższa od oczekiwań. Część członków Rady zwracała również uwagę na korzystną strukturę wzrostu PKB. Wskazywali oni, że źródłem spowolnienia wzrostu gospodarczego było głównie osłabienie popytu zewnętrznego. Z kolei dynamika popytu wewnętrznego pozostała relatywnie wysoka, na co złożył się stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego oraz przyspieszenie wzrostu inwestycji. Część członków Rady zwracała również uwagę na wzrost wskaźników koniunktury przedsiębiorstw, szybszy niż w ubiegłym roku wzrost kredytu oraz dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że w październiku utrzymała się niska dynamika sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej, a produkcja budowlano-montażowej obniżyła się, co może wskazywać na dalsze osłabienie wzrostu w IV kw. Zdaniem niektórych członków Rady zwiększa to ryzyko osłabienia dynamiki nakładów inwestycyjnych w gospodarce polskiej. Część członków Rady zwracała również uwagę, że wzrost nominalnego PKB – wobec obniżenia się deflatora PKB w pobliże zera – kształtuje się obecnie na jednym z najniższych poziomów w ciągu ostatniej dekady. Niska dynamika nominalnego wzrostu utrudnia z kolei ograniczenie relacji zadłużenia do PKB – zarówno publicznego, jak i prywatnego. Zdaniem tych członków Rady umiarkowane tempo wzrostu realnego PKB oraz towarzysząca mu, zbliżona do zera inflacja bazowa potwierdzają, że luka

popytowa w Polsce jest ujemna. Inni członkowie Rady wyrażali natomiast opinię, że pomimo niewielkiego spowolnienia dynamika PKB kształtuje się na poziomie zbliżonym do tempa wzrostu produktu potencjalnego, a dynamika popytu krajowego nawet wyższym. Zdaniem tych członków Rady utrzymanie się wysokiej dynamiki popytu wewnętrznego będzie oddziaływać w kierunku powiększenia deficytu na rachunku obrotów bieżących, którego skalę ogranicza obecnie spadek cen surowców.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego część członków Rady podkreślała, że zarówno bazowy scenariusz listopadowej projekcji, jak i krótkookresowe prognozy wewnętrzne wskazują na tylko niewielkie spowolnienie PKB w najbliższych kwartałach, po którym nastąpi powrót do fazy umiarkowanego ożywienia. Członkowie Rady wskazywali, że wobec głównie zewnętrznych źródeł obecnego osłabienia dynamiki PKB, perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro są szczególnie istotne dla kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że oczekiwany w horyzoncie najbliższych kwartałów nieznaczny wzrost dynamiki aktywności gospodarczej w strefie euro będzie wspierał ożywienie dynamiki PKB w Polsce. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na utrzymujące się ryzyko długotrwale niskiego wzrostu gospodarczego w strefie euro, co może negatywnie oddziaływać na wzrost PKB w Polsce w dłuższym okresie.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych w kraju wskazywano, że w październiku roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była niższa od prognoz. Deflacji cen konsumpcyjnych towarzyszył dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Część członków Rady podkreślała, że obecnie deflacja w Polsce jest głównie efektem oddziaływania czynników zewnętrznych, które przyczyniają się przede wszystkim do spadku cen energii i żywności. Zdaniem niektórych członków

Rady na takie źródła ujemnej dynamiki cen wskazuje utrzymująca się w warunkach szybkiego wzrostu funduszu płac dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw oraz spadek kosztów działalności operacyjnej firm, w szczególności kosztów materiałowych. Część członków Rady podkreślała natomiast, że w kierunku niskiej inflacji – obok czynników zewnętrznych – oddziałuje także brak presji popytowej w krajowej gospodarce. Zdaniem tych członków Rady wskazuje na to dalsze obniżenie się wskaźników inflacji bazowej, których średnia – po raz pierwszy w historii – spadła poniżej zera.

Część członków Rady zwracała również uwagę na bardzo niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne profesjonalnych prognostów. Jednocześnie podkreślano, że prognozy inflacji zostały kolejny raz zrewidowane w dół i wskazują, że deflacja może utrzymać się nieco dłużej niż do końca bieżącego roku. W ocenie niektórych członków Rady, dynamika cen konsumenta w Polsce może utrzymać się na relatywnie niskim poziomie również w dłuższej perspektywie, w związku z długookresową tendencją spadkową cen surowców na rynkach światowych. Z kolei inni członkowie Rady argumentowali, że wpływ spadku cen surowców na inflację powinien być przejściowy. Dyskutując na temat perspektyw inflacji zwracano również uwagę na istotny wpływ przyszłego kształtowania się kursu złotego na procesy cenowe.

Odnosząc się do możliwych skutków deflacji w Polsce podkreślano, że utrzymuje się znaczna niepewność co do jej wpływu na decyzje pomiotów gospodarczych, w szczególności przedsiębiorstw. Ponadto wskazywano, że skutki ekonomiczne deflacji będą zależały od jej poziomu, źródeł oraz przewlekłości. Część członków Rady zwracała uwagę, że wydłużający się okres utrzymywania się negatywnej dynamiki cen zwiększa ryzyko utrwalenia się niskich oczekiwań inflacyjnych i – w konsekwencji – wystąpienia negatywnych skutków

deflacji dla gospodarki. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że dotychczas nie zaobserwowano negatywnego wpływu deflacji na decyzje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Wskazywali oni, że w III kwartale wzrosła dynamika konsumpcji i inwestycji oraz utrzymała się dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw. Poprawie wyników finansowych przedsiębiorstw sprzyjało obniżenie kosztów produkcji w wyniku spadku cen surowców. W opinii niektórych członków Rady również w kolejnych miesiącach deflacja nie będzie negatywnie oddziaływała na wzrost gospodarczy, a raczej będzie wspierać popyt konsumpcyjny i inwestycyjny, ponieważ jej głównym źródłem jest spadek cen surowców energetycznych i żywnościowych.

Dyskutując na temat decyzji o wysokości stóp procentowych, większość członków Rady była zdania, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny pozostać na niezmiennym poziomie. Część członków Rady wskazywała, że osłabienie dynamiki PKB było niewielkie, a perspektywy jego wzrostu w kolejnych kwartałach pozostają relatywnie korzystne. Zdaniem tych członków Rady, do osłabienia dynamiki PKB oraz pojawienia się deflacji przyczyniają się głównie czynniki zewnętrzne i w konsekwencji wpływ krajowej polityki pieniężnej na procesy gospodarcze jest ograniczony. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że – biorąc pod uwagę aktualne prognozy inflacji – poziom realnych stóp procentowych ex ante jest obecnie stosunkowo niski, choć inni członkowie Rady podkreślali, że stopy realne deflowane bieżącym wskaźnikiem CPI są wyższe od stóp nominalnych. Zdaniem niektórych członków Rady dalsze obniżenie stóp procentowych mogłoby sprzyjać pojawieniu się nierównowagi zewnętrznej oraz nadmiernie pobudzać wzrost kredytu w gospodarce, w tym kredytu dla gospodarstw domowych, który nie finansuje inwestycji wspierających wzrost produktu potencjalnego. Członkowie ci byli również zdania,

że niskie stopy procentowe osłabiają selekcję podmiotów gospodarczych i – w konsekwencji – hamują wzrost produktywności. W tym kontekście zwracali oni uwagę na utrzymujący się w ostatnich latach bardzo niski wkład przepływu czynników wytwórczych między sektorami do dynamiki produktywności. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że bez wzrostu popytu konsumpcyjnego i przy słabnącym popycie zewnętrznym także inwestycje prywatne będą hamować.

Niektórzy członkowie Rady zaznaczali, że utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie na obecnym posiedzeniu pozostawia przestrzeń do ewentualnego poluzowania polityki pieniężnej w sytuacji istotnego pogorszenia się koniunktury lub wystąpienia zaburzeń w systemie finansowym.

Część spośród członków Rady będących za pozostawieniem stóp procentowych bez zmian na obecnym posiedzeniu podkreślała, że nie wykluczają oni możliwości dalszego dostosowania stóp procentowych. W opinii tych członków, za obniżeniem stóp procentowych mogłoby przemawiać wydłużenie okresu spadku cen, zwiększające ryzyko wystąpienia negatywnych skutków deflacji dla gospodarki. Dostosowanie stóp procentowych byłoby również uzasadnione, gdyby napływające dane potwierdzały utrwalanie się spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej w kraju oraz utrzymujący się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki. Część członków Rady zwracała również uwagę, że utrzymywanie istotnego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a jej otoczeniem zwiększa ryzyko umocnienia kursu złotego, co z kolei opóźniałoby powrót inflacji do celu. Niektórzy członkowie zaznaczali, że obniżka stóp procentowych zmniejszyłaby różnicę między oprocentowaniem depozytów a oczekiwanymi stopami zwrotu z inwestycji przedsiębiorstw, co oddziaływałoby w kierunku pobudzenia wzrostu nakładów inwestycyjnych i mogło ograniczać

negatywny wpływ deflacji na skłonność firm do inwestowania.

Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że wobec utrzymującej się ujemnej dynamiki cen i umiarkowanego wzrostu PKB, a także prawdopodobnego utrzymania się inflacji poniżej celu w sytuacji niskiego prawdopodobieństwa istotnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, już na bieżącym posiedzeniu uzasadnione jest znaczące obniżenie stóp procentowych. Zdaniem tych członków Rady, za taką decyzją przemawia również to, że obniżka stóp procentowych w sytuacji braku zagrożeń inflacyjnych ograniczyłaby koszty obsługi długu publicznego i w ten sposób wspierała politykę gospodarczą rządu. Członkowie ci uważali również, że obniżka stóp procentowych – zmniejszając ich dysparytet wobec otoczenia polskiej gospodarki – ograniczyłaby ryzyko dla stabilności finansowej kraju związane z ewentualnym napływem kapitału spekulacyjnego, a następnie jego wycofywaniem.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,00 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 stycznia 2015 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, członkowie Rady podkreślali, że w Stanach Zjednoczonych trwa ożywienie gospodarcze. W tym kontekście zwracali uwagę na rewizję w górę danych o PKB za III kw. ub. r, a także na korzystne dane makroekonomiczne za IV kw.

ub.r., w tym przede wszystkim kontynuację wzrostu zatrudnienia i spadku stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych będzie wspierać aktywność gospodarczą na świecie. Część członków Rady oceniała jednak, że sytuacja gospodarcza wśród głównych partnerów handlowych Polski pozostaje niekorzystna. W strefie euro, w tym w Niemczech, wskaźnik PMI w IV kw. ub.r. był średnio niższy niż w poprzednich kwartałach. Argumentowano, że w części gospodarek strefy euro dynamika aktywności gospodarczej jest ograniczana przez działania zmierzające do zmniejszenia wysokości długu publicznego. Podkreślana była również niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady uważali, że perspektywa ożywienia gospodarczego w tym obszarze walutowym się oddala, wskazując przy tym na obniżenie prognoz wzrostu PKB dla tej gospodarki w ostatnim okresie, w tym przez Europejski Bank Centralny. Inni członkowie Rady oceniali jednak, że choć w strefie euro utrzymuje się obecnie podwyższona niepewność, spowodowana między innymi zbliżającymi się wyborami w Grecji, to w kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna przyspieszać, co będzie wspierane przez znaczny spadek cen ropy naftowej. Zwracano także uwagę na wyhamowanie dynamiki aktywności gospodarczej w Rosji w IV kw. ub.r. oraz prawdopodobny znaczny spadek PKB w tej gospodarce w bieżącym roku. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że w wielu innych krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej wzrost PKB pozostaje stabilny.

Członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację znacznego spadku cen ropy naftowej w ostatnim okresie, który prowadzi do obniżenia inflacji oraz jej prognoz w wielu gospodarkach. Podkreślano, że w grudniu w strefie euro pojawiła się deflacja, a EBC znacznie obniżył prognozy inflacji na ten rok. Oceniano, że w tych warunkach już w styczniu br.

możliwe jest ogłoszenie kolejnych programów luzowania ilościowego przez EBC. Wskazywano także na zbliżający się termin podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, która prawdopodobnie będzie wspierać napływ kapitału portfelowego do tej gospodarki.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie utrzymywała się podwyższona awersja do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych. Wraz z nasileniem się oczekiwań na wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych dolar znacznie się umocnił, a waluty gospodarek wschodzących, w tym złoty, osłabiły się. Podkreślano jednak, że osłabienie złotego względem euro było znacznie mniejsze niż względem dolara. Niektórzy członkowie Rady argumentowali, że osłabienie złotego wynikało także częściowo ze znacznej deprecjacji rosyjskiego rubla. Zwracano również uwagę, że kursy walutowe innych partnerów handlowych Polski osłabiły się bardziej niż złoty. W rezultacie nominalny efektywny kurs walutowy złotego w grudniu był silniejszy niż miesiąc wcześniej.

Analizując sytuację w sferze realnej polskiej gospodarki członkowie Rady oceniali, że tempo wzrostu PKB w IV kw. ub.r. mogło nieznacznie spowolnić. Część członków Rady była jednak zdania, że pomimo możliwego spowolnienia, dynamika PKB pozostaje stabilna, a prognozy wzrostu gospodarczego wskazują na jej stopniowe przyspieszanie w kolejnych kwartałach. W tym kontekście członkowie ci oceniali, że obserwowany na świecie spadek cen ropy będzie wspierał popyt krajowy, a także – poprzez wyższą dynamikę PKB za granicą – polski eksport. W rezultacie wzrost gospodarczy w Polsce może być wyższy niż wcześniej prognozowano. Inni członkowie Rady podkreślali, że w II połowie br. wzrost PKB będzie wspierany przez wyższy napływ funduszy z Unii Europejskiej. Wskazując na relatywnie korzystne perspektywy popytu w polskiej gospodarce, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że sytuacja

finansowa przedsiębiorstw pozostaje dobra czemu sprzyjają niskie ceny ropy naftowej. Utrzymuje się wysoka dynamika ich inwestycji, wspierana przez niski koszt kredytu, a prognozy zamówień i produkcji znajdują się powyżej wieloletniej średniej. Argumentowali oni również, że rośnie dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, a realna dynamika podaży pieniądza jest na poziomie najwyższym od początku globalnego kryzysu finansowego. Oceniali także, że wskaźniki koniunktury przedsiębiorstw ustabilizowały się, a nastroje gospodarstw domowych się poprawiają.

Część członków Rady wskazywała jednak, że tempo wzrostu PKB nie gwarantuje szybkiego domknięcia się luki popytowej oraz nie pojawiają się sygnały jego wyraźnego przyspieszenia w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie podkreślali, że utrzymuje się ryzyko istotnego spowolnienia dynamiki PKB. Argumentowano w tym kontekście, że w listopadzie dynamika produkcji przemysłowej spadła w pobliże zera, dynamika produkcji budowlano-montażowej pozostała ujemna, a dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się. Część członków Rady wskazywała, że czynnikiem negatywnie oddziałującym na krajową koniunkturę jest oddalenie się perspektyw ożywienia w strefie euro oraz silne osłabienie aktywności w Rosji. Podkreślano także dalsze zacieśnienie polityki makroostrożnościowej na początku br., które prawdopodobnie będzie ograniczało dynamikę kredytów na nieruchomości. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że popyt krajowy był w ostatnich kwartałach wspierany przez znaczny przyrost zapasów, który mógł wynikać z niewystarczającego popytu na już wyprodukowane dobra, co może w przyszłości ograniczać dynamikę produkcji.

Analizując sytuację na rynku pracy podkreślano, że utrzymuje się wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, a stopa bezrobocia, po wyeliminowaniu czynników sezonowych, maleje. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę,

że badania koniunktury sugerują dalszy wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach. Jednocześnie wskazywano, że nie pojawiają się sygnały presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw, a dynamika płac w sektorze publicznym ograniczana jest przez zamrożenie funduszu płac w tych sektorze.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę na możliwość dłuższego niż wcześniej oczekiwano utrzymywania się deflacji. Podkreślano również, że prognozy dynamiki cen w kolejnych kwartałach były w ostatnim okresie obniżane. W rezultacie deflacja może utrzymać się jeszcze przez kilka miesięcy, a przez to oczekiwany horyzont powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP może się wydłużyć.

Część członków Rady podkreślała jednak, że deflacja wynika przede wszystkim z obniżenia cen surowców. Członkowie ci oceniali, że z tego względu jest to zjawisko pozytywne dla dynamiki popytu krajowego, gdyż sprzyja wzrostowi wynagrodzeń w ujęciu realnym i zwiększa zdolność części podmiotów gospodarczych do obsługi zadłużenia, a tym samym wspiera poprawę koniunktury. Wskazywali przy tym, że spadek cen energii prowadzi do poprawy nastrojów większości podmiotów gospodarczych. Niektórzy z tych członków Rady podkreślali, że wydłużenie okresu niskiej dynamiki cen jest obecnie zjawiskiem charakterystycznym dla wielu gospodarek.

Część członków Rady podkreślała natomiast, że obserwowany spadek cen wynika nie tylko ze spadku cen surowców, ale także z utrzymującej się ujemnej luki popytowej w gospodarce. Wskazuje na to – ich zdaniem – najniższy w historii i ujemny poziom średniej miar inflacji bazowej oraz utrzymująca się ujemna dynamika cen producenta. Członkowie ci wskazywali również, że deflatory większości kategorii sprzedaży detalicznej są ujemne, a dynamika cen usług – które w największym stopniu reagują na krajową presję popytową – od wielu kwartałów pozostaje w

trendzie spadkowym. Zwracano uwagę, że deflacja przyczynia się do utrzymywania bardzo niskich oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz że oczekiwania inflacyjne na najbliższe dwa lata formułowane przez analityków kształtują się poniżej celu inflacyjnego NBP.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że na obecnym posiedzeniu powinny one pozostać niezmienione. Większość członków Rady była bowiem zdania, że pozostawienie stóp procentowych na niezmienionym poziomie na obecnym posiedzeniu jest wskazane ze względu na utrzymującą się podwyższoną awersję do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych, wynikającą między innymi z kryzysu walutowego w Rosji.

Część członków Rady opowiadających się za utrzymaniem stóp procentowych na niezmienionym poziomie zwracała uwagę, że źródła przedłużającej się deflacji mają charakter podażowy i znajdują się poza bezpośrednim oddziaływaniem krajowej polityki pieniężnej. Wskazywano przy tym, że obserwowany spadek cen surowców wspiera koniunkturę. Niektórzy z tych członków Rady oceniali, że dalsza obniżka stóp procentowych – w warunkach wzrostu popytu krajowego przekraczającego w ich opinii potencjalne tempo wzrostu PKB – mogłaby prowadzić do nadmiernego przyrostu kredytu oraz wzrostu deficytu w obrotach bieżących, który w obecnych warunkach jest ograniczany dzięki znacznemu spadkowi cen importu. Argumentowali przy tym, że ewentualny wzrost stóp procentowych za granicą może pogorszyć saldo dochodów na rachunku obrotów bieżących. Członkowie ci wskazywali także, że obecnie stopy procentowe NBP kształtują się na historycznie niskim poziomie, a ich dalsze obniżanie będzie hamować restrukturyzację przedsiębiorstw i potencjalny wzrost gospodarczy. Niektórzy z członków Rady wskazywali, że niska dynamika cen jest charakterystyczna dla wielu gospodarek, a

doświadczenia innych banków centralnych pokazują, że w obecnych warunkach obniżki stóp procentowych mogą nie doprowadzić do powrotu inflacji do celu. Niektórzy członkowie Rady oceniali także, że wraz z oczekiwanym wzrostem dynamiki cen, realne stopy procentowe będą się obniżać.

Część członków Rady oceniała jednak, że w kolejnych miesiącach dostosowanie stóp procentowych NBP może być uzasadnione. Członkowie ci podkreślali, że okres deflacji i horyzont powrotu inflacji do celu wydłużają się. Oceniali również, że napływające dane wskazują na ryzyko spowolnienia dynamiki aktywności gospodarczej, a także, że utrzymuje się niski wzrost w otoczeniu polskiej gospodarki. Zwracali uwagę, że utrzymująca się deflacja prowadzi do wzrostu stóp procentowych w ujęciu realnym, które w Polsce są obecnie relatywnie wysokie w ujęciu historycznym i w porównaniu międzynarodowym. Wskazywano przy tym na możliwość dalszego luzowania polityki pieniężnej przez EBC. Niektórzy z tych członków Rady zwracali również uwagę, że oprocentowanie kredytów dla sektora prywatnego jest wyższe niż nominalne tempo wzrostu PKB, a w ujęciu realnym są one wyższe niż rentowność przedsiębiorstw, co – w ich opinii – nie stwarza ryzyka nadmiernego zadłużania oraz nie hamuje restrukturyzacji przedsiębiorstw. Członkowie ci wskazywali przy tym, że ze względu na ograniczone narzędzia polityki pieniężnej, proces restrukturyzacji przedsiębiorstw powinien być wspierany przede wszystkim przez politykę strukturalną. Niektórzy z członków Rady niewykluczających dostosowania stóp procentowych w kolejnych miesiącach oceniali, że lepsza ocena ewentualnej konieczności dostosowania polityki pieniężnej będzie możliwa po ocenie ewentualnych działań EBC oraz zapoznaniu się z nową projekcją inflacji i PKB.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że ze względu na utrzymujący się spadek cen, wydłużający się okres powrotu inflacji do celu inflacyjnego NBP, a

także ryzyko spowolnienia dynamiki PKB w kolejnych kwartałach, stopy procentowe powinny zostać obniżone już na bieżącym posiedzeniu. Ich zdaniem niższe stopy procentowe NBP nie tylko wspierałyby aktywność gospodarczą, ale również – wobec braku zagrożeń inflacyjnych – przyczyniałyby się do obniżenia kosztów obsługi długu publicznego, co wspierałoby politykę gospodarczą rządu. Biorąc pod uwagę te argumenty niektórzy spośród tych członków Rady opowiadali się za silnym obniżeniem stóp procentowych.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 1,00 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Zgłoszono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 lutego 2015 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury w otoczeniu Polski, część członków Rady wskazywała na brak istotnej poprawy sytuacji gospodarczej głównych partnerów handlowych Polski. Zaznaczano, że w strefie euro dynamika aktywności gospodarczej utrzymuje się na niskim poziomie w porównaniu do innych krajów rozwiniętych. Ponadto część członków Rady oceniała, że poprawa koniunktury w tej strefie będzie ograniczana przez słaby wzrost inwestycji, związany częściowo z prognozowanym osłabieniem dynamiki popytu ze strony gospodarek wschodzących. Członkowie ci zwracali również uwagę na pogorszenie sytuacji

wschodnich partnerów handlowych Polski. W szczególności podkreślono, że wzrost gospodarczy w Rosji wyhamował w IV kw. ub.r. w pobliżu zera, a w bieżącym roku prognozowana jest w tym kraju recesja, której skalę może dodatkowo pogłębiać ponowna eskalacja konfliktu z Ukrainą. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że w strefie euro prognozowany jest wzrost dynamiki PKB w 2015 r. Byli oni zdania, że przyspieszający popyt konsumpcyjny – wspierany dodatkowo przez spadek cen ropy naftowej – przełoży się w kolejnych kwartałach na wyraźniejsze niż dotychczas ożywienie koniunktury w tym obszarze walutowym. Wskazywano także, że w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB – pomimo spowolnienia w IV kw. ub.r. – pozostaje wysoki na tle innych krajów rozwiniętych, a perspektywy koniunktury są tam korzystne. Zaznaczano, że dynamika PKB prawdopodobnie pozostanie tam wyraźnie wyższa niż w strefie euro, do czego przyczynia się głównie mniejsza skala regulacji oraz niższe obciążenia podatkowe w gospodarce amerykańskiej. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że przewidywane przyspieszenie wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w bieżącym roku może się nie zrealizować, na co wskazuje obniżenie dynamiki PKB w IV kw. ub.r.

Członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie cen dużej grupy surowców w ostatnim okresie, co – w warunkach umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego na świecie – przyczynia się do spadku inflacji w wielu krajach. Podkreślano jednocześnie, że spadek cen surowców będzie oddziaływać w kierunku pobudzenia aktywności gospodarczej w krajach będących importerami netto surowców. Niektórzy członkowie Rady wskazywali na pewien wzrost cen ropy w ostatnich dniach i zaznaczali, że zmiany cen surowców stanowią istotne źródło niepewności dla kształtowania się aktywności gospodarczej i procesów inflacyjnych w gospodarce globalnej.

Odnosząc się do polityki pieniężnej w otoczeniu Polski zwracano uwagę, że – wobec pogłębienia się deflacji oraz nadal powolnego wzrostu gospodarczego w strefie euro – Europejski Bank Centralny (EBC) istotnie zwiększył skalę programu skupu aktywów, rozszerzając jego zakres o obligacje skarbowe. Dyskutując na temat ewentualnych skutków luzowania ilościowego EBC część członków Rady była zdania, że jego wpływ na sferę realną może być ograniczony. Wyrażali oni opinię, że zwiększenie płynnych rezerw w bankach w strefie euro może nie doprowadzić do istotnego pobudzenia tamtejszej akcji kredytowej, w tym kredytów przeznaczonych na cele inwestycyjne. Zaznaczali oni, że niska dynamika kredytu dla przedsiębiorstw jest związana z utrzymującą się niepewnością co do przyszłej koniunktury w strefie euro i – w związku z tym – koszt finansowania ma niewielki wpływ na popyt na kredyt. Wskazuje na to – zdaniem niektórych członków Rady – spadek wartości kredytów dla przedsiębiorstw w tamtejszej gospodarce trwający pomimo obniżenia się ich oprocentowania w ostatnich miesiącach. Część członków Rady oceniała, że głównym efektem działań EBC będą spadki rentowności instrumentów dłużnych w strefie euro. Niektórzy członkowie wyrażali opinię, że spadek rentowności aktywów i oprocentowania depozytów w strefie euro może przyczyniać się do zwiększania przez część gospodarstw domowych skłonności do oszczędzania, tak by przyrost oszczędności, a tym samym przyszła konsumpcja pozostały na stałym poziomie, co w efekcie może ograniczyć bieżącą konsumpcję. Jednocześnie część członków Rady wskazywała, że luzowanie ilościowe EBC może zwiększyć napływ kapitału portfelowego do gospodarek nienależących do tego obszaru walutowego, w tym do Polski, powodując presję na aprecjację ich kursów walutowych.

Członkowie Rady dyskutowali również na temat decyzji Narodowego Banku Szwajcarii o upłynnieniu kursu franka wobec euro oraz

obniżeniu przez niego stóp procentowych. W tym kontekście wskazywano, że obecnie nie jest jeszcze możliwa pełna ocena skutków umocnienia franka szwajcarskiego dla polskich podmiotów posiadających zobowiązania w tej walucie, co wynika z dużej zmienności kursu złotego wobec franka oraz nieznanej reakcji sektora bankowego i instytucji regulacyjno-nadzorczych na tę sytuację. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że utrzymanie się słabego kursu złotego wobec franka szwajcarskiego nasili trudności ze spłatą kredytów denominowanych we frankach i pogorszy strukturę aktywów banków.

Dyskutując na temat koniunktury w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. nieznacznie spowolnił, kształtując się jednak powyżej 3%. Podkreślano także wzrost dynamiki produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w grudniu, wzrost niektórych wskaźników koniunktury i dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Część członków Rady oceniała, że pomimo niewielkiego spowolnienia, dynamika PKB kształtuje się na poziomie zbliżonym do tempa wzrostu produktu potencjalnego. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że dynamika popytu krajowego w IV kw. ub.r. – pomimo ujemnego wkładu zapasów do wzrostu PKB – była wyższa od oczekiwań i dynamiki całego PKB. Zdaniem tych członków Rady utrzymywanie się szybkiego wzrostu popytu krajowego przyczynia się do pogłębienia deficytu na rachunku obrotów bieżących, którego skala jest obecnie obniżana przez spadek cen surowców i związaną z tym poprawę tzw. terms-of-trade. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że pomimo utrzymywania się tempa wzrostu PKB w pobliżu 3%, luka popytowa w Polsce pozostaje ujemna.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego część członków Rady podkreślała, że w kolejnych kwartałach wzrost gospodarczy w Polsce będzie stopniowo przyspieszał. Członkowie ci argumentowali, że utrzymaniu się wysokiej

dynamiki popytu konsumpcyjnego będzie sprzyjać dalszy wzrost zatrudnienia przy umiarkowanym wzroście płac, a także poprawa wskaźników ufności konsumenckiej. Z kolei popyt inwestycyjny będzie – zdaniem tych członków Rady – wspierany przez dalszy szybki wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, a w II połowie br. także przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych finansowanych ze środków UE. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że korzystne perspektywy aktywności inwestycyjnej firm wynikają w dużym stopniu z rosnącej skłonności firm do inwestowania związanej ze spadkiem percepcji niepewności w ich otoczeniu, rosnącym stopniem wykorzystania mocy wytwórczych i poprawą prognoz popytu, przy korzystnych warunkach ich finansowania. Część członków Rady wskazywała, że źródłem ożywienia aktywności gospodarczej w Polsce będzie także prognozowane przyspieszenie wzrostu PKB w strefie euro.

Inni członkowie Rady wyrażali opinię, że nawet jeśli wzrost PKB stopniowo przyspieszy w kolejnych kwartałach, to nie będzie prowadził do narastania nierównowag w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady wskazywali także na ryzyko spowolnienia wzrostu na przełomie bieżącego i przyszłego roku. Zwracano uwagę, że wzrost popytu konsumpcyjnego będzie ograniczany przez wzrost zadłużenia gospodarstw domowych posiadających zobowiązania denominowane we franku szwajcarskim. Z kolei na wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw negatywnie oddziaływać może – zdaniem niektórych członków Rady – utrzymująca się niepewność co do popytu i ich niska oczekiwana zyskowność w relacji do stopy zwrotu z alternatywnych form lokowania kapitału. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady wskazywali na utrzymywanie się niskiego udziału inwestycji w PKB oraz jedynie niewielkiego odsetka przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji. Część członków Rady była zdania, że głównym źródłem ryzyka dla przyspieszenia

aktywności gospodarczej w Polsce jest możliwość niższego od oczekiwań wzrostu PKB w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że negatywnie na dynamikę PKB mogłaby oddziaływać ewentualna aprecjacja złotego.

Omawiając kształtowanie się procesów inflacyjnych w Polsce wskazywano, że w styczniu roczna dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i była niższa od oczekiwań. Zarazem krótkookresowe prognozy inflacji zostały istotnie zrewidowane w dół, a przewidywany okres deflacji wydłużył się. Wskazywano ponadto na przyspieszenie spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu. Część członków Rady wyrażała opinię, że deflacja w Polsce wynika głównie z oddziaływania czynników zewnętrznych, w tym przede wszystkim spadku cen surowców. Zaznaczali oni, że również wydłużenie oczekiwanego okresu deflacji wynika z obniżenia prognozowanej ścieżki cen energii i żywności. W opinii tych członków Rady, deflacja – ze względu na jej podażowe źródła – nie będzie miała negatywnych skutków gospodarczych, natomiast będzie wspierać wzrost dynamiki PKB, oddziałując w kierunku wzrostu siły nabywczej dochodów. Niektórzy członkowie Rady zaznaczali przy tym, że brak jest obecnie sygnałów wskazujących na ryzyko wystąpienia spirali deflacyjnej. Niektórzy członkowie Rady wyrażali też opinię, że niska dynamika cen – wobec umiarkowanego wzrostu gospodarczego w otoczeniu Polski oraz spadku cen surowców – jest zjawiskiem normalnym, a biorąc pod uwagę oczekiwane utrzymanie się tych uwarunkowań, inflacja pozostanie prawdopodobnie niska również w dłuższym horyzoncie.

Część członków Rady była natomiast zdania, że spadek cen w Polsce wynika nie tylko z czynników zewnętrznych, ale także niskiej presji popytowej w krajowej gospodarce. Wskazuje na to – ich zdaniem – zarówno dalszy spadek większości miar inflacji bazowej, jak również fakt, iż ceny producenta obniżają się od blisko trzech lat, a więc

zdecydowanie dłużej niż ceny surowców na rynkach światowych. Członkowie ci podkreślali także, że wobec utrzymującego się spadku cen oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i przedsiębiorstw pozostają bardzo niskie, a oczekiwania analityków zostały w ostatnim okresie istotnie obniżone. Członkowie ci byli również zdania, że wraz z wydłużaniem się okresu deflacji wzrasta ryzyko pojawienia się jej negatywnych skutków dla gospodarki.

Odnosząc się do poziomu stóp procentowych część członków Rady podkreślała, że mimo obniżenia nominalnych stóp w IV kw. ub.r., pogłębienie się deflacji oraz silne obniżenie prognoz dynamiki cen w przyszłości przyczyniło się w ostatnich miesiącach do wzrostu stóp procentowych w ujęciu realnym, przez co kształtują się one obecnie na relatywnie wysokim poziomie. Zwracali oni także uwagę na historycznie niski poziom rentowności obligacji długoterminowych wskazujący, że w dłuższym okresie inflacja lub realna stopa równowagi będzie wyraźnie niższa niż dotychczas. Inni członkowie Rady zaznaczali jednak, że stopy nominalne kształtują się na historycznie niskim poziomie, a stopy realne będą się obniżać wraz z prognozowanym wzrostem dynamiki cen.

Dyskutując na temat decyzji o stopach procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że na obecnym posiedzeniu powinny one pozostać niezmienione.

Część członków Rady zwracała uwagę, że dynamika PKB kształtuje się obecnie na poziomie zbliżonym do potencjalnego tempa wzrostu, a w kolejnych kwartałach prognozowane jest jego przyspieszenie. Członkowie ci argumentowali ponadto, że deflacja w Polsce wynika głównie z czynników podażowych i – w konsekwencji – nie ma ona negatywnego wpływu na gospodarkę, a wpływ polityki pieniężnej na procesy inflacyjne jest ograniczony. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że wobec utrzymującego się wysokiego tempa wzrostu

popytu krajowego obniżenie stóp procentowych mogłoby przyczyniać się do zwiększenia nierównowagi zewnętrznej oraz prowadzić do nadmiernego wzrostu kredytu, w tym kredytów mieszkaniowych oraz narażałoby kredytobiorców na silny wzrost kosztów obsługi kredytu w sytuacji wzrostu stóp procentowych. Nadmierny wzrost akcji kredytowej mógłby również stwarzać ryzyko pojawienia się bańki na rynku nieruchomości. Członkowie ci wyrażali także opinię, że dalsze dostosowanie stóp procentowych – zmniejszając jedynie przejściowo koszty obsługi długu publicznego – mogłaby powodować wzrost niestabilności finansów publicznych w przyszłości. Jednocześnie w opinii tych członków Rady utrzymywanie nominalnych stóp procentowych na niskim poziomie oddziałuje negatywnie na proces selekcji podmiotów gospodarczych i tym samym ogranicza wzrost produktywności w gospodarce.

Część członków Rady zwracała natomiast uwagę, że pogłębienie się deflacji oraz wydłużenie okresu jej trwania zwiększa ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie, a więc uzasadnia obniżenie stóp procentowych. Wskazywali oni ponadto, że wraz z wydłużaniem się okresu deflacji rośnie ryzyko pojawienia się jej negatywnych skutków dla gospodarki. Członkowie ci oceniali także, że utrzymywanie istotnego dysparytetu stóp procentowych pomiędzy Polską a jej otoczeniem w warunkach silnego poluzowania polityki pieniężnej przez EBC, zwiększa ryzyko napływu kapitału portfelowego i nadmiernego umocnienia kursu złotego, co dodatkowo utrudniałoby powrót inflacji do celu oraz mogłoby osłabić wzrost PKB. Niektórzy członkowie podkreślali także, że obniżenie stóp procentowych – wobec braku zagrożeń inflacyjnych – przyczyniałoby się do zmniejszenia kosztów obsługi długu publicznego, wspierając politykę gospodarczą rządu. Niektórzy członkowie zaznaczali ponadto, że dostosowanie stóp procentowych ułatwiałoby delewarowanie podmiotów gospodarczych, a także mogłoby

wspierać proces przewalutowania kredytów mieszkaniowych. Część członków Rady uznała jednak, że ze względu na znaczną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie uzasadnione jest pozostawienie stóp procentowych bez zmian na obecnym posiedzeniu. Członkowie ci nie wykluczyli jednak dostosowania polityki pieniężnej w najbliższym okresie, gdy możliwa będzie ocena perspektyw inflacji w średnim okresie uwzględniająca wyniki marcowej projekcji NBP.

Niektórzy członkowie Rady oceniali, że pomimo znacznej zmienności na rynkach finansowych, wydłużający się okres spadku cen oraz niskie prawdopodobieństwo istotnego wzrostu dynamiki PKB w kolejnych kwartałach stwarzającego ryzyko pojawienia się nierównowag makroekonomicznych uzasadnia obniżenie stóp procentowych już na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci wskazywali, że wobec tych uwarunkowań, brak decyzji o poluzowaniu polityki pieniężnej może przyczyniać się do wzrostu niepewności w gospodarce.

Na posiedzeniu zgłoszono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Rada postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP na poziomie: stopa referencyjna 2,00%, stopa lombardowa 3,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,25%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 marca 2015 r.

Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 0,5 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 1,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 2,50% w skali rocznej; stopa depozytowa 0,50% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 1,75% w skali rocznej.

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W strefie euro dynamika PKB – mimo nieznacznego przyspieszenia w IV kw. ub.r. –

utrzymuje się na niskim poziomie. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy pozostaje natomiast wyraźnie wyższy niż w strefie euro, mimo pewnego spowolnienia w IV kw. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, wzrost PKB utrzymuje się na niskim, jak na te kraje, poziomie, a w Rosji prawdopodobnie obniżył się poniżej zera.

Od ostatniego posiedzenia Rady wzrosły nieco ceny ropy naftowej, jednak ich poziom jest nadal istotnie niższy niż w poprzednich latach. Równocześnie wciąż obniżały się ceny innych surowców, w tym surowców rolnych. Spadek cen surowców w warunkach umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego na świecie przyczynia się do obniżenia dynamiki cen w wielu krajach, w tym pogłębienia deflacji w większości krajów europejskich. Spadek cen surowców oddziałuje jednocześnie w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego w krajach będących importerami surowców netto.

Główne banki centralne utrzymują stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. Europejski Bank Centralny rozpoczyna zakup obligacji skarbowych, a większość banków centralnych spoza strefy euro złagodziła politykę pieniężną, między innymi poprzez obniżenie stóp procentowych.

W Polsce wzrost gospodarczy w IV kw. 2014 r. spowolnił nieznacznie, pozostając w pobliżu 3%. W kierunku utrzymania stabilnego wzrostu oddziałuje dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego oraz wciąż wysoka – pomimo pewnego obniżenia – dynamika inwestycji. Towarzyszy temu stabilny wzrost akcji kredytowej i dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia (po wyeliminowaniu wahań sezonowych) wciąż się obniża, co wynika w dużym stopniu ze wzrostu zatrudnienia. Jednocześnie utrzymuje się niepewność co do perspektyw popytu, co oddziałuje ograniczająco na aktywność gospodarczą w Polsce.

Pomimo poprawy na rynku pracy presja płacowa pozostaje ograniczona, na co wskazuje utrzymywanie się umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń w gospodarce. Umiarkowana dynamika płac wraz ze spadkiem cen surowców na świecie oraz brakiem presji popytowej przyczynia się do pogłębienia deflacji, widocznej zarówno w dynamice cen konsumpcyjnych, jak i cen produkcji sprzedanej. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostają bardzo niskie.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 17 lutego 2015 r. (*cut-off date* dla projekcji) – roczna dynamika

cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $-1,0 \div 0,0\%$ w 2015 r. (wobec $0,4 \div 1,7\%$ w projekcji z listopada 2014 r.), $-0,1 \div 1,8\%$ w 2016 r. (wobec $0,6 \div 2,3\%$) oraz $0,1 \div 2,2\%$ w 2017 r. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale $2,7 \div 4,2\%$ w 2015 r. (wobec $2,0 \div 3,7\%$ w projekcji z listopada 2014 r.), $2,2 \div 4,4\%$ w 2016 r. (wobec $1,9 \div 4,2\%$) oraz $2,4 \div 4,6\%$ w 2017 r.

Biorąc pod uwagę wydłużenie się okresu deflacji i wyraźny wzrost ryzyka pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie – na co wskazuje marcowa projekcja – Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP. Decyzja o obniżeniu stóp procentowych na obecnym posiedzeniu oznacza zamknięcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

Rada przyjęła *Raport o inflacji – marzec 2015*.

4 Projekcja inflacji i PKB

Projekcja inflacji i PKB została opracowana w Instytucie Ekonomicznym (IE) Narodowego Banku Polskiego i przedstawia prognozowany rozwój sytuacji w gospodarce polskiej przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, dyrektor Instytutu Ekonomicznego NBP. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i Projekcji IE. Do opracowania projekcji wykorzystano model makroekonomiczny NECMOD⁷⁰. 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 marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2015 r. do IV kw. 2017 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2014 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 17 lutego 2015 r. (tj. nie uwzględnia decyzji RPP o obniżeniu stóp procentowych o 0,50 pkt. proc. z dnia 4 marca br.).

⁷⁰ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

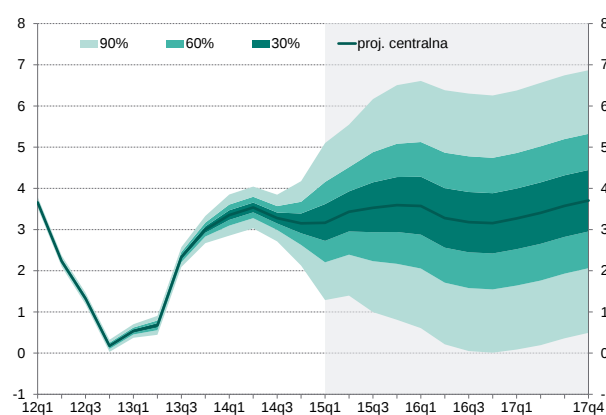
4.1 Synteza

W okresie od zamknięcia ostatniej projekcji miały miejsce silne spadki cen ropy naftowej, i w mniejszym stopniu – także innych surowców energetycznych. Korekta notowań surowców na rynkach światowych najszybciej przekłada się na krajowe ceny paliw, a z pewnym opóźnieniem – także na ceny gazu ziemnego i energii elektrycznej. Niższe ceny energii wpływają na obniżenie kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza z sektora transportowego, co z pewnym opóźnieniem przekłada się na ceny innych produktów. Ze względu na to, że Polska jest importerem netto surowców energetycznych, spadek ich cen wpływa na poprawę *terms of trade*, wspierając wzrost gospodarczy. Poza obniżeniem kosztów przedsiębiorstw, niższe ceny ropy naftowej, węgla kamiennego i gazu ziemnego pozytywnie oddziałują również na dochody realne gospodarstw domowych przyczyniając się do wzrostu konsumpcji.

Obecnie gospodarka Polski znajduje się w fazie niewielkiego spowolnienia, do którego przyczyniło się pogorszenie sytuacji w jej otoczeniu zewnętrznym. Osłabienie krajowej koniunktury w niewielkim stopniu przekłada się jednak na sytuację na rynku pracy, która pozostaje stosunkowo korzystna. W dalszym ciągu rośnie zatrudnienie, spada stopa bezrobocia oraz kontynuowany jest umiarkowany wzrost płac. Ze względu na rosnące dochody gospodarstw domowych z tytułu pracy najemnej oraz niską inflację, konsumpcja indywidualna jest obecnie i pozostanie w horyzoncie projekcji główną składową krajowego wzrostu.

Wzrost gospodarczy w horyzoncie projekcji wspierać będą również wydatki inwestycyjne przedsiębiorstw. Akcji inwestycyjnej sprzyjać będzie oczekiwane utrzymanie się, dobrej obecnie

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



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

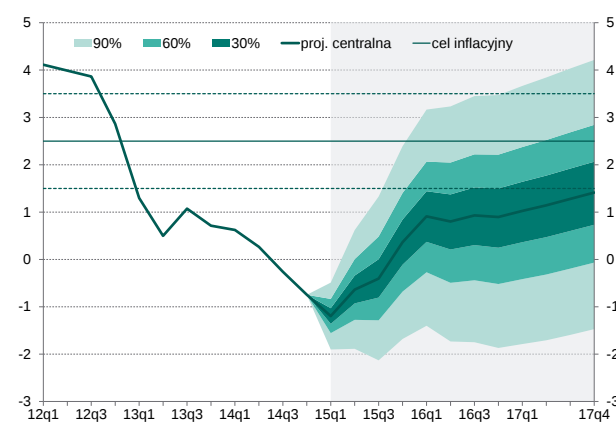
kondycji finansowej przedsiębiorstw, pozwalającej na finansowanie inwestycji ze środków własnych. Na korzystną sytuację finansową firm wpływać będą niskie ceny surowców energetycznych. Również pozostawanie stóp procentowych na ich obecnym, historycznie niskim poziomie (co wynika z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP), ułatwia finansowanie inwestycji kredytem bankowym.

Przy stopniowej, ale umiarkowanej poprawie koniunktury w strefie euro, w horyzoncie projekcji wzrost gospodarczy w dużym stopniu bazować będzie zatem na rosnących wydatkach konsumpcyjnych i inwestycyjnych krajowego sektora prywatnego. Dynamika PKB nieznacznie przyspieszy, jednak do końca 2017 r. utrzymywać się będzie na poziomie niższym od wieloletniej średniej sprzed światowego kryzysu finansowego.

W IV kw. ub.r. nastąpiło wzmocnienie tendencji deflacyjnych w gospodarce polskiej, indeks cen konsumenta obniżył się w tym okresie o 0,8% r/r. Spadek cen w dużym stopniu wynika z wpływu czynników o charakterze podażowym – silnego obniżenia się cen ropy naftowej oraz wysokiej podaży produktów rolnych. Dodatkowo jednak w kierunku niskiej inflacji oddziałuje niska presja popytowa oraz niska presja kosztowa, odzwierciedlona w spadku cen importu oraz krajowych cen producenta (PPI).

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

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



Głównym źródłem niepewności dla prognozy inflacji i PKB jest możliwość wydłużenia się okresu deflacji w Polsce i w strefie euro, co mogłoby nastąpić w przypadku wystąpienia splotu niekorzystnych czynników prowadzących do pojawienia się w tych gospodarkach spirali płacowo-cenowej. Ryzyko odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych związane jest z dłuższym od oczekiwań okresem spowolnienia w strefie euro, wynikającego ze słabości strukturalnych części gospodarek tego obszaru walutowego, jak również ze wzrostu ryzyka geopolitycznego oraz pogorszenia nastrojów konsumentów i producentów. Ujemna dynamika cen wpłynęłaby na wzrost realnego kosztu pieniądza, co – wobec braku możliwości obniżenia nominalnych stóp procentowych w związku z osiągnięciem przez nie granicy zerowej – dodatkowo ograniczyłoby aktywność gospodarczą w strefie euro i podniosło realną wartość zadłużenia denominowanego w euro.

W związku z niekorzystnymi uwarunkowaniami zewnętrznymi, bardziej prawdopodobne jest zatem ukształtowanie się inflacji poniżej ścieżki założonej w scenariuszu centralnym projekcji. Znajduje to odzwierciedlenie w asymetrii w dół wykresu wachlarzowego dla tej zmiennej (Wykres 4.1, Wykres 4.2). Bilans ryzyk dla PKB jest natomiast zrównoważony.

4.2 Otoczenie zewnętrzne

Od zamknięcia ostatniej projekcji miały miejsce silne spadki cen ropy naftowej, a w mniejszym stopniu – także innych surowców energetycznych. Jednocześnie kontynuowany był proces dywergencji koniunktury w gospodarce amerykańskiej i strefie euro.

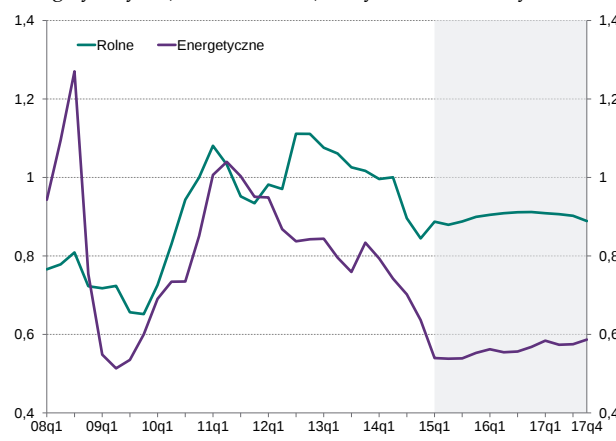
W ostatnim okresie ceny ropy naftowej pozostają w trendzie spadkowym zapoczątkowanym w połowie 2014 r. (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowców*). W styczniu br. ceny ropy Brent

kształtowały się na przeciętnym poziomie 51 USD/b, a więc o 54% poniżej średniej z I poł. 2014 r. Silne obniżenie cen ropy wynika przede wszystkim z wysokiej podaży tego surowca, na co złożył się szybki wzrost produkcji ze złóż łupkowych w USA, jak również wysokie wydobywanie ropy w Rosji, Iraku i Arabii Saudyjskiej. Dodatkowo, dalsze pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarki światowej, szczególnie Rosji i Chin, przekłada się na słabsze prognozy wzrostu globalnego popytu na paliwa. W dalszym horyzoncie projekcji przewiduje się, że obecny spadek cen ropy spowoduje zahamowanie wzrostu podaży tego surowca. Dostosowanie produkcji może nastąpić głównie w Stanach Zjednoczonych, co wynika z wyższego krańcowego kosztu pozyskania ropy ze skał łupkowych względem metod opartych na tradycyjnych odwiertach. Pomimo spowolnienia tempa wydobywania, poziom cen ropy w całym horyzoncie projekcji kształtuje się istotnie poniżej oczekiwań z listopada ub.r. Czynnikiem ograniczającym wzrost cen w kolejnych latach jest umiarkowany popyt wynikający z gorszych perspektyw dla koniunktury gospodarczej w krajach rozwijających się, w tym w Rosji i Chinach, jak również utrzymujące się na wysokim poziomie zapasy tego surowca.

Wpływ oddziaływania niskich cen ropy na funkcjonowanie gospodarki światowej jest wielokanałowy. Po pierwsze w sferze nominalnej obniżają inflację – zarówno poprzez spadek cen innych surowców energetycznych i paliw jak i pośrednio poprzez pozostałe komponenty koszyka dóbr konsumpcyjnych. Po drugie w sferze realnej niskie ceny ropy wspierają wzrost gospodarczy krajów importujących ten surowiec poprzez zwiększenie dochodów realnych gospodarstw domowych, jak również obniżenie kosztów funkcjonowania firm i poprawę *terms of trade*.

W ślad za obniżającymi się cenami ropy w trendzie spadkowym znajdowały się także ceny

Wykres 4.3 Indeksy cen surowców rolnych (w EUR, 2011=1) i energetycznych (w USD, 2011=1) na rynkach światowych

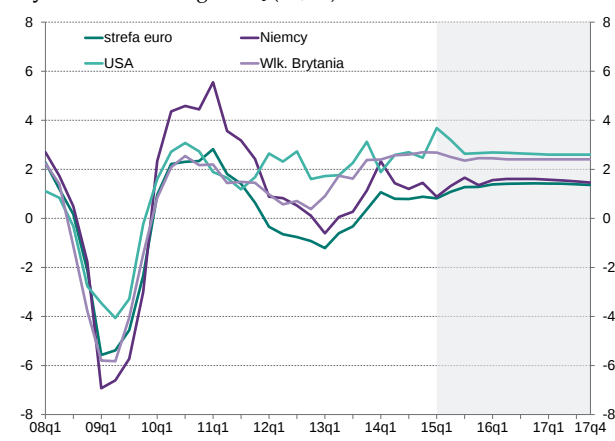


pozostałych surowców energetycznych, będące w dużym stopniu substytutami w produkcji energii. Niższe ceny węgla wynikały dodatkowo ze słabszego popytu ze strony Chin. Z kolei na spadek bieżących i prognozowanych cen gazu wpłynęły także stosunkowo korzystne warunki meteorologiczne w sezonie grzewczym w Europie oraz wysoki poziom zapasów tego surowca. W konsekwencji cały indeks cen surowców energetycznych w bieżącej projekcji kształtuje się na poziomie znacząco niższym, niż zakładano w listopadzie ub.r. (Wykres 4.3).

Prognoza światowego indeksu cen surowców rolnych wyrażonych w euro utrzymuje się na poziomie zbliżonym do założeń przyjętych w projekcji listopadowej (Wykres 4.3). Nadal oczekuje się, że w kolejnych latach ceny surowców rolnych kształtować się będą na stabilnym poziomie, czemu sprzyjać będzie prognozowany na umiarkowanym poziomie globalny popyt konsumpcyjny na te dobra. Nie ma również obecnie jednoznacznych sygnałów o możliwości wystąpienia zakłóceń podaży ze strony producentów żywności - ani ze względu na koszty produkcji, ani też z uwagi na warunki agrometeorologiczne.

Kolejnym, obok spadających cen ropy naftowej, czynnikiem silnie warunkującym bieżący scenariusz projekcyjny jest dywergencja wzrostu PKB w gospodarkach strefy euro i Stanów Zjednoczonych. Bieżące prognozy potwierdzają realizację scenariusza projekcji listopadowej i wskazują na utrzymanie się relatywnie wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii wobec nieznacznego ożywienia w strefie euro (Wykres 4.4). Łącznie dynamika PKB za granicą⁷¹

Wykres 4.4 PKB za granicą (r/r, %)



pozostanie w całym horyzoncie projekcji poniżej średniej wieloletniej sprzed kryzysu finansowego.

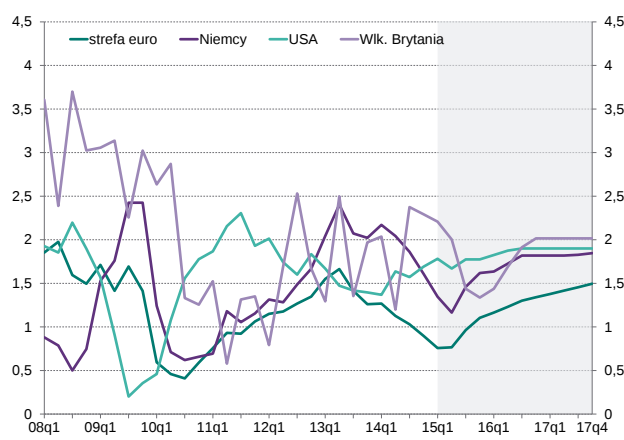
⁷¹ W modelu NECMOD otoczenie zagraniczne reprezentowane jest przez strefę euro, Wielką Brytanię oraz Stany Zjednoczone.

Na jedynie niewielką skalę przyspieszenia wzrostu w strefie euro, z dynamiką PKB na poziomie 1,4% r/r w latach 2016-2017, złożą się oczekiwane utrzymanie w horyzoncie projekcji niskiej aktywności inwestycyjnej oraz niskiego poziomu eksportu w tej gospodarce. Inwestycje ograniczane są przez słaby popyt wewnętrzny, niskie wykorzystanie zdolności wytwórczych oraz kontynuację procesu delewarowania w sektorze przedsiębiorstw. Relatywnie niewielka dynamika wzrostu eksportu jest natomiast wynikiem problemów strukturalnych części gospodarek strefy euro oraz ich niską konkurencyjnością w handlu światowym. Obniża się także popyt na eksport strefy euro ze strony rynków wschodzących, w tym zwłaszcza Chin i Rosji. Z tego względu, pomimo pozytywnego wpływu spadku cen ropy naftowej i osłabienia kursu euro, prognozowany wzrost PKB dla tej gospodarki pozostał na niskim poziomie, bliskim oczekiwań z poprzedniej projekcji.

Na tym tle zdecydowanie korzystniej kształtują się perspektywy wzrostu w Stanach Zjednoczonych oraz w Wielkiej Brytanii. Przyjęto, że w obu gospodarkach dynamika PKB w latach 2015-2017 będzie relatywnie wysoka, za czym przemawiają optymistyczne prognozy popytu konsumpcyjnego wspierane poprawiającą się sytuacją na rynku pracy oraz dobrymi nastrojami konsumentów (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*).

Rewizja w dół założeń dotyczących cen surowców energetycznych, jak również obniżające się oczekiwania inflacyjne (por. Ramka 1. *Kształtowanie się długookresowych oczekiwań inflacyjnych w strefie euro*) przyczyniły się do niższych, w porównaniu z rundą listopadową, prognoz inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki (Wykres 4.5). Inflacja za granicą, ze względu na niskie ceny surowców i umiarkowane ożywienie gospodarcze, zwłaszcza w strefie euro, kształtuje się na bardzo niskim poziomie w całym horyzoncie projekcji.

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



W obliczu prognoz braku presji inflacyjnej i jedynie nieznacznego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, należy oczekiwać, że do końca horyzontu projekcji nie nastąpią podwyżki stóp procentowych w strefie euro. Potwierdzają to również działania EBC ze stycznia br. polegające na rozszerzeniu listy skupowanych aktywów o obligacje rządów krajów strefy euro i agencji rządowych oraz zapowiedzi kontynuacji zakupów papierów dłużnych co najmniej do września 2016 r. (Wykres 4.6, por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*).

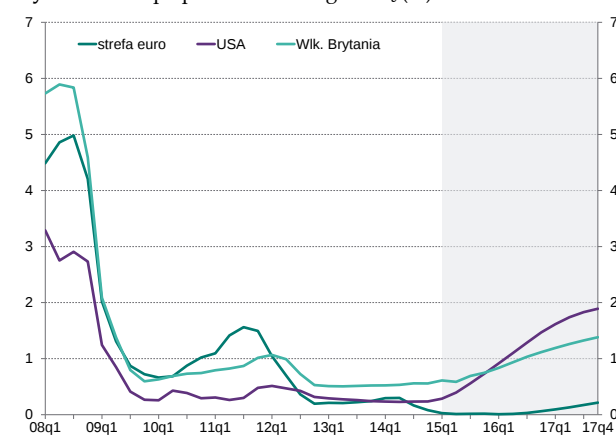
W przypadku gospodarki amerykańskiej, w świetle prognoz wyższego niż w strefie euro tempa wzrostu, oczekuje się natomiast rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej. Zacieśnienie to, ze względu na niskie oczekiwane ceny energii i pogorszenie perspektyw dla światowej koniunktury, zostanie jednak odłożone na przełom 2015 i 2016 roku.

Dywergencja wzrostu gospodarczego oraz polityki pieniężnej pomiędzy Rezerwą Federalną i EBC znalazła odzwierciedlenie w silnym osłabieniu kursu euro wobec dolara. Dodatkowo na umocnienie waluty amerykańskiej, uznawanej za bezpieczną, wpłynęło zwiększenie awersji do ryzyka spowodowane wzrostem napięcia geopolitycznego. W dłuższym horyzoncie projekcji, w ślad za stopniowym ożywieniem w strefie euro, oczekuje się jednak nieznacznego umocnienia kursu euro wobec USD.

4.3 Gospodarka polska w latach 2015-2017

Tempo wzrostu PKB w Polsce będzie kształtować się w horyzoncie projekcji na relatywnie stabilnym poziomie i w latach 2015-2017 wyniesie średnio 3,4% (Wykres 4.7). Przy stopniowej, ale umiarkowanej poprawie koniunktury w strefie

Wykres 4.6 Stopa procentowa za granicą (%)



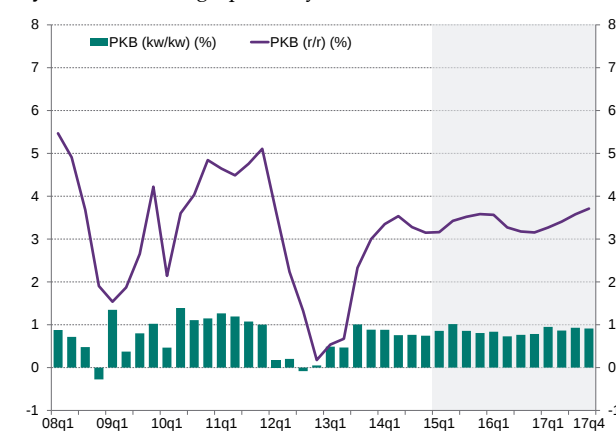
euro, wzrost gospodarczy bazować będzie w dużym stopniu na rosnących wydatkach konsumpcyjnych i inwestycyjnych krajowego sektora prywatnego. Na przełomie 2016 i 2017 r. do przejściowego spowolnienia koniunktury przyczyni się spadek napływu transferów kapitałowych z UE, wynikający z zakończenia rozliczenia perspektywy finansowej UE 2007-2013 (Wykres 4.12).

Inflacja CPI pozostanie w krótkim horyzoncie projekcji ujemna (Wykres 4.9). Spadek cen w dużym stopniu wynika z wpływu czynników o charakterze podażowym – silnego obniżenia się cen ropy naftowej oraz wysokiej podaży produktów rolnych. Dodatkowo jednak w kierunku niskiej inflacji oddziałuje niska presja popytowa oraz niska presja kosztowa, odzwierciedlona w spadku cen importu oraz krajowych cen producenta (PPI). W horyzoncie projekcji wpływ tych czynników na stopę inflacji będzie stopniowo wygasał, pozostanie ona jednak do końca 2017 r. wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP.

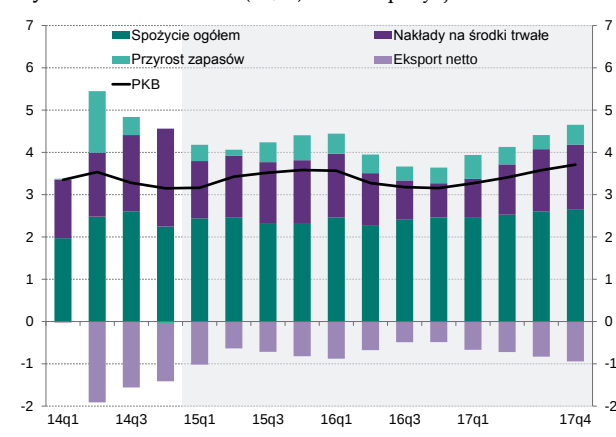
Popyt krajowy

W horyzoncie projekcji dynamika konsumpcji będzie kształtować się na stabilnym, bliskim średniej wieloletniej poziomie, nieznacznie wyższym od odnotowanego w ubiegłym roku (Wykres 4.10). Czynnikiem wspierającym wzrost spożycia indywidualnego będzie systematyczna poprawa kondycji finansowej gospodarstw domowych, na którą złoży się wzrost dochodów z pracy najmniej, spowodowany stosunkowo korzystnymi perspektywami rynku pracy, oraz związany z poprawą koniunktury wzrost dochodów z pracy na własny rachunek. Wzrostowi siły nabywczej gospodarstw domowych sprzyjać będzie także niska dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych, w szczególności wyraźny spadek cen energii. Czynnikiem obniżającym dynamikę popytu konsumpcyjnego może być

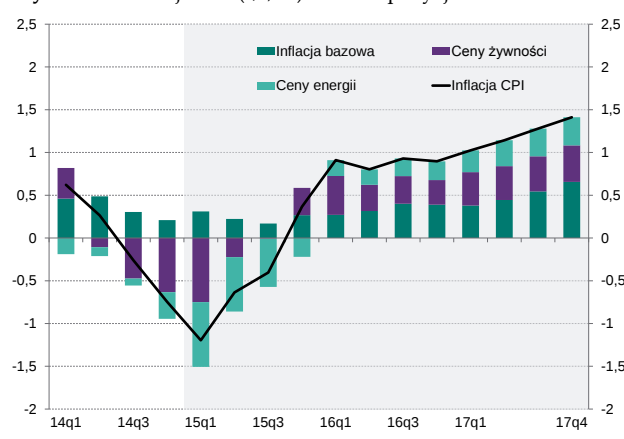
Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



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



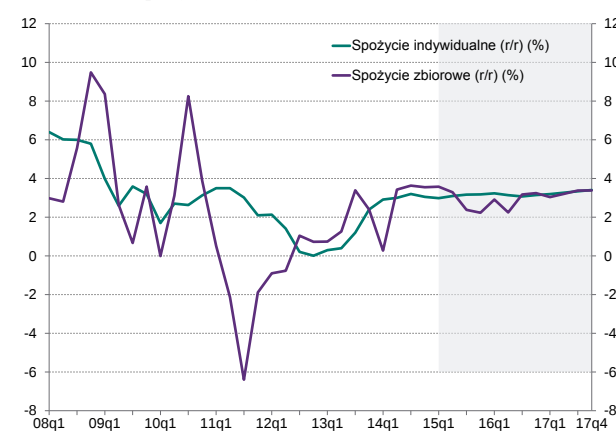
Wykres 4.9 Inflacja CPI (r/r, %) - dekompozycja



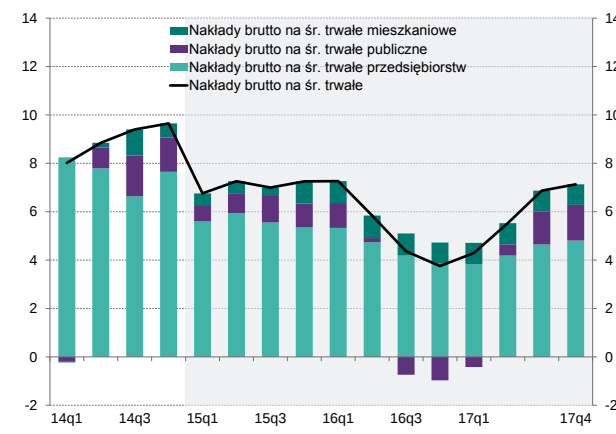
natomiast odbudowa stopy oszczędności, która w latach 2011-2013 spadła do historycznie niskiego, bliskiego zera poziomu. Oczekuje się zatem, że pomimo niskich stóp procentowych, ułatwiających finansowanie konsumpcji kredytem, wzrost spożycia indywidualnego w najbliższych kwartałach będzie nieco wolniejszy od wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w sektorze przedsiębiorstw będzie w horyzoncie projekcji kształtować się na poziomie niższym niż odnotowany w 2014 roku. Czynnikiem ograniczającym inwestycje przedsiębiorstw, zwłaszcza w krótkim horyzoncie projekcji będzie nadal niskie tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz niepewność w regionie związana z konfliktem ukraińsko-rosyjskim, choć z punktu widzenia oceny przedsiębiorców niepewność ta w ostatnim okresie zmniejszyła się. Badania koniunktury NBP wskazują, że w dalszym ciągu istotną przeszkodą dla zwiększenia nakładów inwestycyjnych, pomimo pewnej poprawy, pozostaje niedostateczny lub niestabilny popyt⁷². Potwierdzają to również deklaracje przedsiębiorców, zgodnie z którymi nadal głównym celem inwestycji jest wymiana i remont posiadanego majątku, a nie jego rozbudowa, która pozostaje kluczowa dla silniejszego i trwalszego przyspieszenia wydatków inwestycyjnych⁷³. Obniżenie tempa wzrostu nakładów inwestycyjnych w kolejnych kwartałach potwierdza spadek w ostatnim okresie wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji⁷⁴. Z kolei skalę inwestycji przedsiębiorstw w 2016 r., podobnie jak inwestycji publicznych, ograniczać będzie zakończenie procesu wykorzystywania środków z perspektywy finansowej UE 2007-2013

Wykres 4.10 Spożycie indywidualne i zbiorowe.



Wykres 4.11 Nakłady brutto na środki trwałe (r/r, %) - dekompozycja



⁷² Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2015 roku. NBP.

⁷³ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2015 roku. NBP.

⁷⁴ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2014 r., NBP.

skutkujące wyraźnym spadkiem wykorzystania transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego

Pomimo pewnego spowolnienia dynamiki inwestycji, pozostanie ona w całym horyzoncie projekcji wyższa od tempa wzrostu PKB, co oznacza utrzymanie wzrostu stopy inwestycji. Akcji inwestycyjnej sprzyjać będzie oczekiwane utrzymanie się dobrej obecnie kondycji finansowej przedsiębiorstw, pozwalającej na finansowanie inwestycji ze środków własnych, do czego przyczynią się niskie ceny surowców. Również pozostawanie stóp procentowych na ich obecnym, historycznie niskim poziomie (co wynika z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP), ułatwia finansowanie inwestycji kredytem bankowym.

Po ponad rocznym okresie spadków, w II poł. 2014 r. istotnie wzrosły inwestycje mieszkaniowe. W kolejnych kwartałach oczekiwana jest dalsza poprawa sytuacji w tym sektorze, na co wskazuje wzrost liczby wniosków i wydanych pozwoleń na budowę mieszkań oraz wzrost liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto⁷⁵. Korzystnie na perspektywy popytu mieszkaniowego wpływa poprawa kondycji finansowej gospodarstw domowych. Inwestycjom mieszkaniowym może sprzyjać również wprowadzony od 2014 r. rządowy program „Mieszkanie dla Młodych” oraz podniesienie od października ub.r. limitów cen metra kw. mieszkań dopuszczonych do tego programu. Także historycznie niski poziom stóp procentowych będzie oddziaływać pozytywnie na inwestycje mieszkaniowe obniżając relację kosztów obsługi kredytu do czynszu najmu. W przeciwnym kierunku oddziaływać będzie natomiast zaostrzenie kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych wraz z wprowadzoną w ubiegłym roku nowelizacją Rekomendacji S.

⁷⁵ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2014 r., NBP.

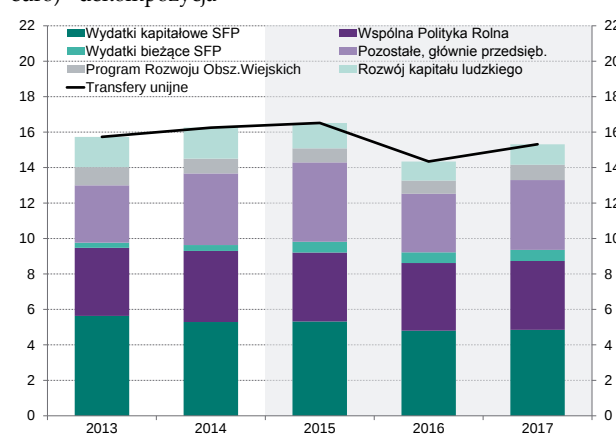
W 2015 r. dynamika spożycia zbiorowego pozostanie na relatywnie niskim, zbliżonym do ubiegłorocznego poziomie, co wynika z kontynuacji działań rządu nakierowanych na wypełnienie wymogów procedury nadmiernego deficytu, w tym m.in. utrzymania zamrożenia płac w sferze budżetowej. Ponieważ na razie brak jest informacji na temat ewentualnego kontynuowania tych działań po 2015 r., w dłuższym horyzoncie projekcji oczekiwane jest niewielkie przyspieszenie tempa wzrostu spożycia zbiorowego.

Poziom wydatków inwestycyjnych sektora publicznego jest natomiast w dużym stopniu powiązany z absorpcją funduszy kapitałowych UE⁷⁶. W 2016 r. nastąpi zakończenie absorpcji środków unijnych z perspektywy 2007-2013, a dotychczasowe doświadczenia oraz terminy przyjmowania dokumentów programowych wskazują, że wykorzystanie środków z perspektywy 2014-2020 będzie następowało stopniowo (Wykres 4.12). Dotyczy to w szczególności programów regionalnych, realizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego i wpłynie na przejściowy spadek inwestycji publicznych w 2016 r.

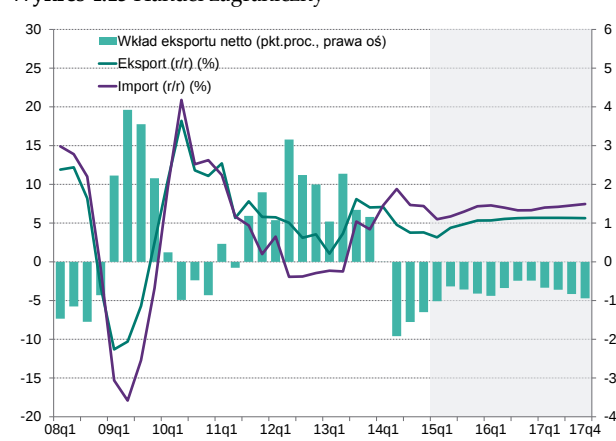
Nierównowaga zewnętrzna

W 2014 r., w wyniku wybuchu kryzysu ukraińsko-rosyjskiego oraz spowolnienia w strefie euro, ograniczeniu uległa dynamika polskiego eksportu, przyczyniając się do wyraźnego spadku wkładu eksportu netto do wzrostu (Wykres 4.13). Wpływ tych czynników na handel zagraniczny będzie w horyzoncie projekcji stopniowo wygasał, co będzie skutkować przyspieszeniem dynamiki eksportu. Skala tego przyspieszenia będzie jednak mniejsza niż miało to miejsce w poprzednich okresach ożywienia. Wynika to ze słabnięcia obserwowanych w przeszłości tendencji do przenoszenia przez firmy globalne niektórych

Wykres 4.12 Wydatki finansowane ze środków unijnych (w mld euro) - dekompozycja



Wykres 4.13 Handel zagraniczny



⁷⁶ Transfery kapitałowe z UE finansują około 30% wydatków inwestycyjnych sektora publicznego.

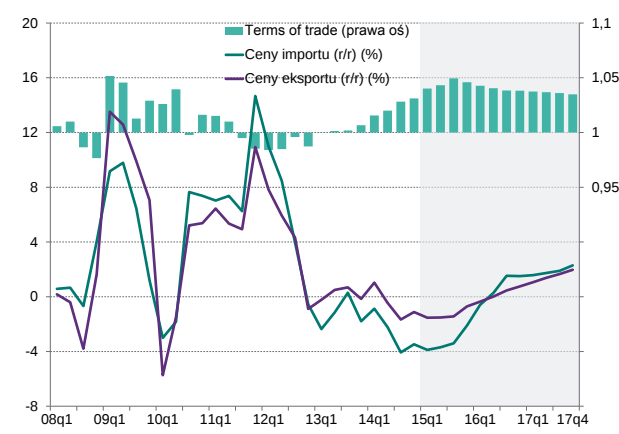
etapów produkcji do krajów o niższych kosztach wytwarzania. W przeszłości, tendencja ta w znacznym stopniu przyczyniała się do dynamizowania wolumenu polskiego handlu. Ze względu na istotne znaczenie popytu krajowego we wzroście, w horyzoncie projekcji relatywnie silniej rosnąć będzie import i w konsekwencji, ujemny wkład eksportu netto do wzrostu pozostanie czynnikiem ograniczającym dynamikę PKB.

Ujemny w horyzoncie projekcji wkład eksportu netto w dużej części odpowiada za prognozowany spadek salda rachunku bieżącego i kapitałowego z historycznie wysokiego poziomu 1,1% PKB w 2014 r. do -1,7% PKB w 2017 r. dokonującego się pomimo korzystnego wpływu na wielkości nominalne poprawy *terms of trade* (por. Ramka 5 *Wpływ poprawy terms of trade na saldo handlu zagranicznego Polski*, Wykres 4.14). Na spadek salda wpływa także pogłębienie się deficytu dochodów pierwotnych⁷⁷ związane ze wzrostem, wraz z poprawą koniunktury, dochodów nierezydentów z inwestycji bezpośrednich i portfelowych. W horyzoncie projekcji obniży się także saldo dochodów wtórnych i rachunku kapitałowego powiązane z zakończeniem rozliczania perspektywy finansowej UE 2007-2013⁷⁸.

Produkt potencjalny

Dynamika produktu potencjalnego w Polsce, która uległa wyraźnemu obniżeniu w następstwie światowego kryzysu finansowego z lat 2007-2009, w horyzoncie projekcji zacznie ponownie przyspieszać, pozostając jednak na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Na

Wykres 4.14 Ceny eksportu i importu



⁷⁷ Od 30 września 2014 r. bilans płatniczy jest publikowany zgodnie z nową metodologią (BPMv6). W wyniku zmian m.in. dwie składowe rachunku obrotów bieżących - saldo dochodów oraz saldo transferów bieżących zostały zastąpione odpowiednio przez saldo dochodów pierwotnych i saldo dochodów wtórnych. Wyjaśnienie różnic metodologicznych między kategoriami zostało przedstawione w opracowaniu *Bilans Płatniczy – nowe standardy statystyczne (BPM6)*, dostępnym na stronie NBP.

⁷⁸ Płatności za zrealizowane projekty w ramach środków unijnych są przesunięte w czasie względem momentu pozyskania finansowania, przedstawionego na Wykresie 4.12. W związku z zakończeniem rozliczania perspektywy finansowej UE 2007-2013, oczekiwany jest spadek poziomu transferów UE w 2016 r. (Wykres 4.12), jednak obniżenie poziomu płatności, wpływające na bilans płatniczy, nastąpi w 2017 r.

przyspieszenie dynamiki produktu potencjalnego złożą się trzy czynniki.

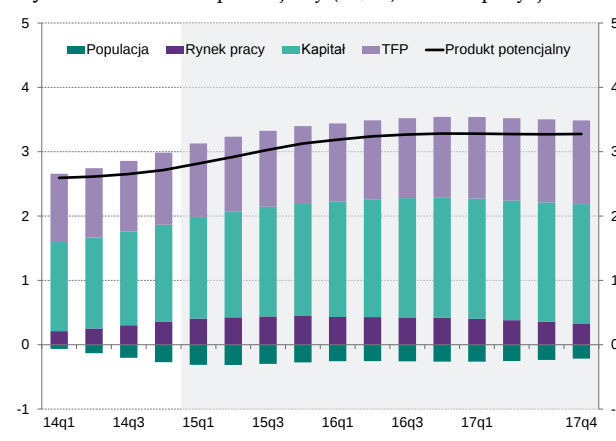
Po pierwsze, kontynuowany będzie, rozpoczęty w II połowie 2013 r., umiarkowany trend wzrostowy niskiej obecnie dynamiki całkowitej wydajności czynników produkcji (TFP), która do końca horyzontu projekcji nie powróci jednak do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

Po drugie, korzystnie na dynamikę produktu potencjalnego przekładać się będą obserwowane obecnie korzystne tendencje na rynku pracy, odzwierciedlone w obniżającej się stopie bezrobocia równowagi (NAWRU, Wykres 4.18) i wzroście stopy aktywności zawodowej.

W kierunku obniżenia stopy bezrobocia równowagi oddziaływać będzie wygasające, w ślad za obniżającą się bieżącą stopą bezrobocia, negatywne zjawisko histerezy (zwiększające dotychczas stopę bezrobocia równowagi). Spadkowi stopy bezrobocia sprzyjać będzie także relatywnie wysoka elastyczność krajowego rynku pracy. W Polsce, w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej, częściej stosowaną formą zatrudnienia są umowy na czas określony i – zwłaszcza w sektorze usług – umowy cywilno-prawne⁷⁹. Rzadziej stosowany jest natomiast mechanizm indeksacji wynagrodzeń, co ułatwia dostosowanie płac do warunków rynkowych⁸⁰.

Stopniowy wzrost stopy aktywności w horyzoncie projekcji w największym stopniu będzie wynikał z dalszego wzrostu aktywności osób w wieku powyżej 44 lat, m.in. na skutek podwyższenia wieku emerytalnego od początku 2013 r. Wzrost stopy aktywności będzie jednak wyraźnie wolniejszy niż w ostatnich latach do czego przyczyni się niekorzystna zmiana struktury wiekowej ludności, będąca efektem

Wykres 4.15 Produkt potencjalny (r/t, %) - dekompozycja



⁷⁹ Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2013, NBP oraz Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2014, NBP.

⁸⁰ Badanie ankietowe rynku pracy. Raport 2012, NBP.

zwiększającego się udziału osób w wieku poprodukcyjnym.

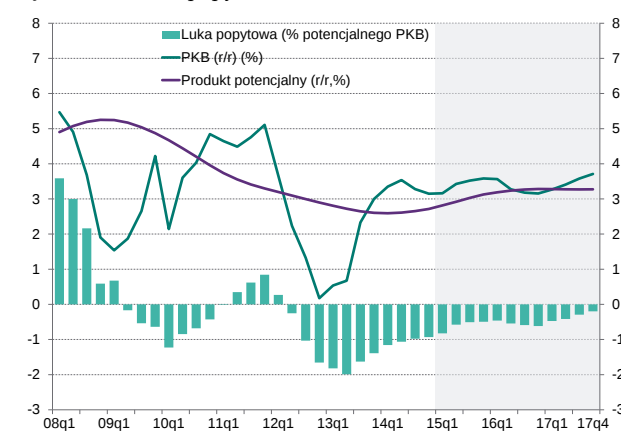
Po trzecie, na wzrost produktu potencjalnego wpływać będzie także dynamika kapitału przedsiębiorstw w latach 2015-2016, której przyspieszenie związane jest z relatywnie wysokimi wydatkami inwestycyjnymi sektora prywatnego poniesionymi w 2014 i 2015 roku (Wykres 4.15).

W horyzoncie projekcji negatywnie na wzrost produktu potencjalnego, osłabiając pozytywny wpływ wymienionych powyżej czynników, wpływać będzie spadek liczby ludności spowodowany emigracją, która w przeważającej części dotyczy osób aktywnych zawodowo (Wykres 4.15).

Luka popytowa

Uwzględniając założenia odnośnie do kształtowania się dynamiki popytu krajowego i wkładu eksportu netto, tempo wzrostu gospodarczego ustabilizuje się w horyzoncie projekcji na poziomie zbliżonym do 3,4% r/r, PKB będzie zatem rósł nieco szybciej niż produkt potencjalny. W konsekwencji ujemna od II poł. 2012 r. luka popytowa zacznie się stopniowo domykać, choć do końca horyzontu projekcji pozostanie ujemna, kształtując się na poziomie -0,2% produktu potencjalnego. (Wykres 4.16). Zmniejszanie się ujemnej luki popytowej, będącej syntetyczną miarą presji popytowej w gospodarce, sygnalizuje, że wpływ koniunktury, oddziałującej obecnie w kierunku ograniczenia inflacji, zacznie stopniowo wygasać. Ze względu jednak na charakter dostosowań cenowych, inflacja CPI reaguje z opóźnieniem na wielkość luki popytowej, wobec czego niska presja popytowa pozostanie czynnikiem utrzymującym dynamikę cen konsumenta poniżej celu inflacyjnego w całym horyzoncie projekcji.

Wykres 4.16 Luka popytowa

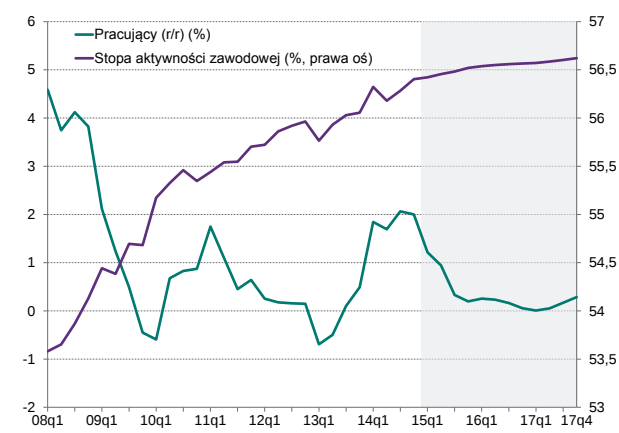


Rynek pracy

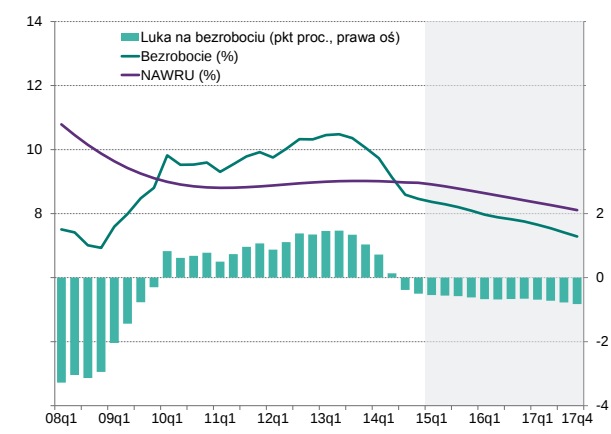
W I-III kw. 2014 r. nastąpił istotny wzrost liczby osób pracujących (BAEL) do czego przyczyniło się wejście gospodarki polskiej w fazę ożywienia. Dane BAEL zostały jednak dodatkowo podwyższone przez oddziaływanie efektu statystycznego związanego z wydłużeniem urlopu macierzyńskiego z 6 do 12 miesięcy dla rodziców dzieci urodzonych od 1 stycznia 2013 r.⁸¹ W horyzoncie projekcji – wobec stabilizacji dynamiki PKB oraz wygaśnięcia efektu statystycznego – tempo wzrostu liczby pracujących ulegnie istotnemu obniżeniu, kształtując się w latach 2016-2017 na dodatnim, nieznacznie wyższym od zera poziomie (Wykres 4.17). Spadek dynamiki liczby pracujących związany jest również ze wzrostem wydajności pracy wynikającym z prognozowanego tempa wzrostu TFP oraz kapitału produkcyjnego.

Umiarkowany w horyzoncie projekcji wzrost liczby pracujących przy jednoczesnym spadku – ze względu na migracje – liczby osób aktywnych zawodowo przełoży się na obniżenie stopy bezrobocia BAEL do 7,3% w 2017 r. (Wykres 4.18). Ze względu jednak na równoczesny spadek stopy bezrobocia równowagi (Wykres 4.18) wzrost presji płacowej będzie umiarkowany. Na jej ograniczenie wpłynie także przewidywane ukształtowanie się, zwłaszcza w krótkim horyzoncie projekcji, inflacji CPI na niskim poziomie, co przełoży się na zmniejszenie skali żądań płacowych przez pracowników. W konsekwencji dynamika nominalnych wynagrodzeń w horyzoncie projekcji będzie stopniowo rosła, pozostanie jednak na relatywnie niskim poziomie, istotnie poniżej wielkości obserwowanych w okresie przed wybuchem światowego kryzysu finansowego (Wykres 4.19). Założenia wobec kształtowania się płac przełożą się na jedynie umiarkowane przyspieszenie dynamiki jednostkowych kosztów

Wykres 4.17 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Wykres 4.18 Bezrobocie



⁸¹ Zgodnie z metodologią BAEL osoby pozostające na urlopie macierzyńskim uznawane są za aktywne zawodowo i pracujące. Z kolei osoby przebywające na urlopie wychowawczym powyżej 3 miesięcy – a liczba takich osób się zmniejszyła w wyniku wydłużenia urlopu macierzyńskiego – zaliczane są do grupy nieaktywnych zawodowo.

pracy, która do końca 2017 r. nie przekroczy poziomu 2% r/r.

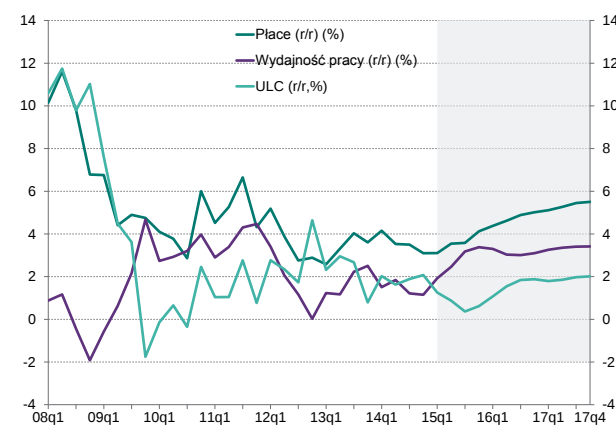
Kurs walutowy

Po osłabieniu w I poł 2015 r. kurs walutowy w kolejnych kwartałach zacznie się nieznacznie umacniać, a następnie w ostatnim roku projekcji ustabilizuje się. W kierunku aprecjacji krajowej waluty w całym horyzoncie projekcji oddziaływać będzie kontynuacja procesu realnej konwergencji polskiej gospodarki odzwierciedlona w wyższym wzroście krajowego produktu potencjalnego w porównaniu z dynamiką potencjału głównych partnerów handlowych Polski. Umocnieniu złotego sprzyjać będzie również wysoki obecnie poziom salda rachunku bieżącego i kapitałowego. Wpływ tego czynnika będzie jednak, wraz z prognozowanym wzrostem deficytu na tym rachunku, stopniowo wygasał. Do wyhamowania trendu aprecyjnego polskiej waluty przyczyni się również zmniejszenie w 2017 r. dysparytetu stóp procentowych wynikające z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP i stopniowym wzroście stóp procentowych za granicą.

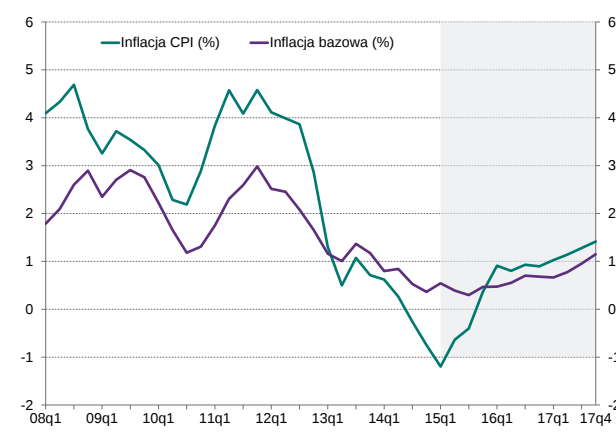
Komponenty inflacji CPI

Inflacja bazowa w całym horyzoncie projekcji będzie kształtować się na niskim poziomie, nie przekraczającym (poza ostatnim kwartałem projekcji) 1,0% r/r, do czego przyczynią się zarówno czynniki krajowe jak i zewnętrzne (Wykres 4.20). Barierą dla szybszego wzrostu cen jest niska presja popytowa w gospodarce, co odzwierciedla ujemna, choć stopniowo domykająca się w horyzoncie projekcji, luka popytowa. Utrzymywaniu się inflacji bazowej na obniżonym poziomie sprzyja także niska presja kosztowa, na co wskazują spadające od ponad roku ceny importu, jak i utrzymująca się od dwóch lat ujemna dynamika indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu. W horyzoncie projekcji

Wykres 4.19 Jednostkowe koszty pracy



Wykres 4.20 Inflacja CPI i bazowa

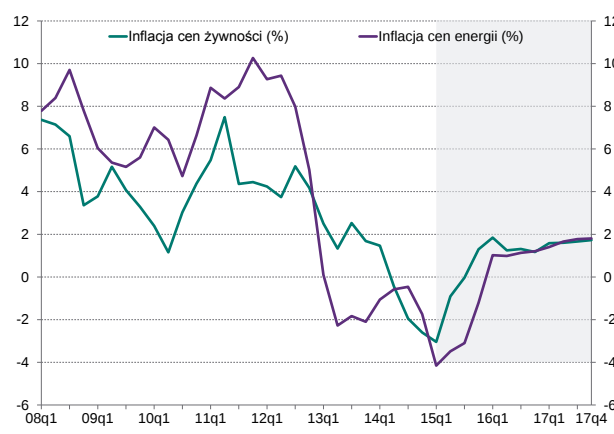


oczekiwany jest jedynie umiarkowany wzrost presji kosztowej w polskiej gospodarce. Na umiarkowanym poziomie pozostanie także dynamika jednostkowych kosztów pracy (Wykres 4.19). Ponadto oczekuje się, że pozytywny wpływ na koszty przedsiębiorstw (w tym zwłaszcza firm transportowych) będzie miał obserwowany obecnie spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Ważnym czynnikiem ograniczającym krajowy wzrost cen jest niska inflacja za granicą, w szczególności w strefie euro. Biorąc pod uwagę, że Polska jest małą gospodarką otwartą, niska dynamika cen dóbr podlegających wymianie handlowej w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski, powinna skutecznie ograniczać wzrost cen w tych grupach produktów nawet pomimo domykającej się krajowej luki popytowej.

W 2015 r. największy wpływ na utrzymywanie się dynamiki inflacji CPI poniżej zera będą miały ceny nośników energii, w szczególności prognozowane obniżające się ceny paliw (Wykres 4.21). Są one efektem bardzo silnego spadku cen ropy naftowej obserwowanego od IV kw. 2014 r. Dodatkowo zatwierdzone 17 grudnia 2014 r. przez URE nowe taryfy na dystrybucję i sprzedaż gazu ziemnego, mimo wcześniejszych oczekiwań co do ich wzrostu, pozostały na niezmiennym poziomie. W latach 2016-2017 inflacja cen energii wzrośnie, jednak kształtować się będzie na niskim poziomie, istotnie poniżej wieloletniej średniej. W kierunku jej ograniczenia oddziaływać będą zarówno krajowe ceny gazu ziemnego jak i ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych, które dostosowują się z opóźnieniem do niskich cen surowców energetycznych na rynkach światowych.

Na ujemną inflację CPI w 2015 r. składa się także spadek cen żywności (Wykres 4.21). Spadek ten jest wypadkową słabszej koniunktury oraz zwiększonej podaży surowców rolnych. Na rynku owoców, warzyw, mięs, ryb, mleka i nabiału

Wykres 4.21 Inflacja cen żywności i energii



występuje obecnie nadpodaż związana w dużej mierze z wprowadzeniem przez Rosję embarga na import surowców z tych grup. Dodatkowo, po wyjątkowo krótkiej i ciepłej zimie, zbiory owoców i warzyw w Polsce i południowej Europie były wyjątkowo wysokie. W dłuższym horyzoncie projekcji, przy założeniu wygasania dodatnich szoków podażowych inflacja cen żywności stopniowo zacznie rosnąć. Wzrost ten będzie jednak ograniczać niska presja popytowa na rynku krajowym oraz umiarkowany wzrost cen surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.3).

Ramka 5: Wpływ poprawy *terms of trade* na saldo handlu zagranicznego Polski

Od III kw. 2012 r. obserwowana jest tendencja szybszego wzrostu cen transakcyjnych eksportu w porównaniu z cenami importu, jest to zatem najdłuższy okres korzystnego kształtowania się relacji cenowych w handlu zagranicznym Polski co najmniej od 2000 r. W II poł. 2014 r. duży wpływ na kontynuację korzystnych relacji cenowych miał wyraźny spadek cen ropy naftowej. Korzystne *terms of trade* ograniczyło zatem w dużym stopniu wpływ na saldo wymiany handlowej silniejszego realnego wzrostu importu niż eksportu (do czego przyczyniał się szybszy wzrost polskiej gospodarki w porównaniu z otoczeniem zewnętrznym).

W III kw. 2014 r. przede wszystkim na skutek spadku cen ropy *terms of trade* w polskim handlu zagranicznym wzrosło do 105,2 (wobec 103,6 w II kw. 2014). Wpłynęło to na ograniczenie deficytu w obrotach towarowych, który był generowany przez wyraźnie wyższy realny wzrost importu w porównaniu z eksportem (w III kw. 2014 r. import zwiększył się o 8,7%, podczas gdy eksport zaledwie o 1,8%).

Poprawa *terms of trade* w polskim handlu w III kw. 2014 r. była z jednej strony wynikiem znacznie silniejszych spadków cen surowców i paliw w porównaniu z dobrami przetworzonymi na rynkach światowych, z drugiej – większego udziału paliw i pozostałych surowców w imporcie niż w eksporcie.

Według danych CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis w III kw. 2014 światowe ceny dóbr przetworzonych (wyrażone w USD) praktycznie utrzymały się na niezmiennym poziomie w ujęciu rocznym, podczas gdy ceny paliw obniżyły się o około 7% r/r (a pozostałych surowców o 2% r/r). W efekcie relacja cen dóbr przetworzonych do cen paliw w światowym handlu wzrosła do 107,7, co oznaczało poprawę uwarunkowań cenowych dla gospodarek będących importerami netto paliw.

Polska należy do grupy krajów będących importerami paliw. W 2013 r. paliwa i surowce stanowiły 17% wartości importu do Polski (w tym 9% ropa naftowa) wobec 5% wartości eksport z Polski. Deficyt w grupie obejmującej paliwa należy do najwyższych w polskim handlu (w 2013 r. wyniósł on 10,9 mld EUR).

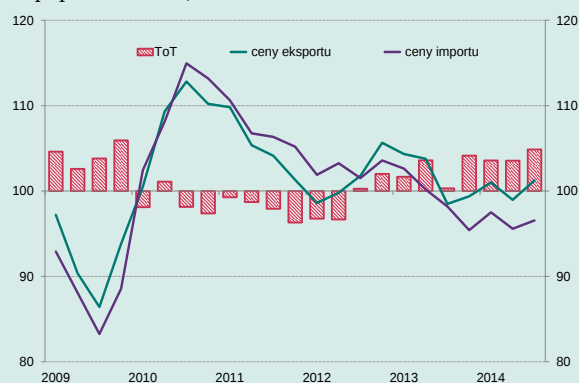
Natomiast zmiany cen w handlu produktami przetwórstwa przemysłowego, które obejmują 83% wartości importu i 95% wartości eksportu, w imporcie i eksporcie były w III kw. 2014 r. bardzo zbliżone. *Terms of trade* dla produktów przetwórstwa przemysłowego kształtowało się na poziomie 100,4 (ceny transakcyjne

eksportu wyrażone w EUR wzrosły o 0,4% r/r, a ceny importu utrzymały się na poziomie z roku poprzedniego). Spośród 22 branż przemysłu przetwórczego, w 9 dynamika cen w eksporcie była wyższa niż w imporcie.

W efekcie dwóch przeciwstawnych tendencji szybszego realnego wzrostu importu niż eksportu oraz poprawy *terms of trade*, według danych GUS nastąpiło pogłębienie się ujemnego salda obrotów handlowych do 690 mln EUR (wobec 430 mln EUR w II kw. 2014 r.). Zmniejszeniu się deficytu w handlu paliwami towarzyszyło bowiem wyraźniejsze obniżenie się nadwyżki w handlu dobrami przetworzonymi.

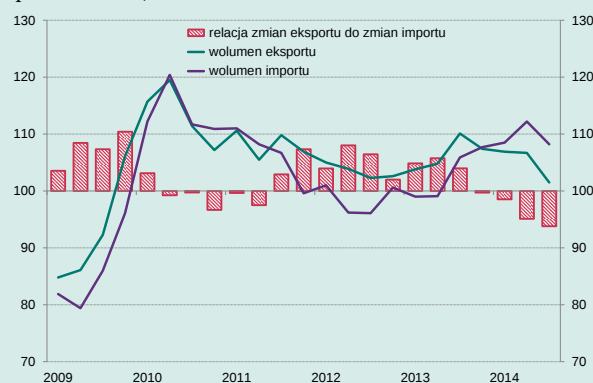
Silne pogłębienie się spadkowej tendencji cen ropy w IV kw. 2014 r. wpłynęło prawdopodobnie na dalszą poprawę *terms of trade* w polskim handlu. W IV kw. ceny ropy były o 30% niższe w porównaniu z rokiem poprzednim (wobec obniżenia się o 6% w III kw. 2014 r.). Jednocześnie wstępne dane wskazują na poprawę relacji zmian wolumenu eksportu do importu, co mogło przyczynić się do odwrócenia tendencji narastania ujemnego salda w handlu zagranicznym w końcu ub.r.

Wykres R.5.1 Ceny transakcyjne eksportu i importu w EUR (rok poprzedni = 100)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

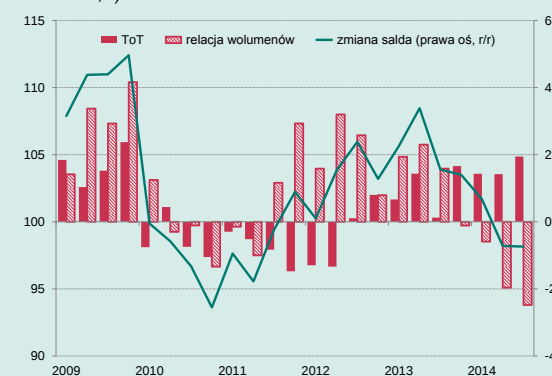
Wykres R.5.2 Zmiany wolumenu eksportu i importu (rok poprzedni = 100)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

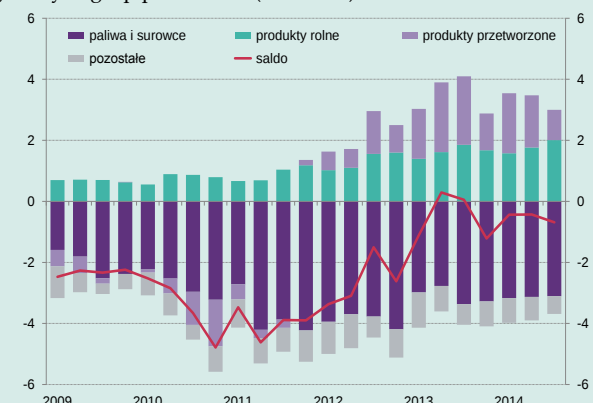
Poprawiający *terms of trade*, wyraźnie niższy niż w poprzedniej rundzie progностycznej przebieg ścieżki cen surowców energetycznych na rynkach światowych stanowi główną przesłankę obniżenia prognozy inflacji w bieżącej projekcji. Przyczynia się on również do podwyższenia oczekiwanej dynamiki PKB, względem wyników projekcji listopadowej, zwłaszcza w krótszym horyzoncie prognozy.

Wykres R.5.3 Zmiany relacji cen i wolumenów (rok poprzedni = 100) a zmiany salda w handlu zagranicznym (mld EUR r/r)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Wykres R.5.4 Saldo w polskim handlu zagranicznym według głównych grup produktów (mld EUR)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W porównaniu z projekcją listopadową, w bieżącej rundzie prognostycznej, ścieżka inflacji CPI została istotnie skorygowana w dół. Prognoza tempa wzrostu PKB w 2015 r. została natomiast nieco podwyższona, a w 2016 r. nie uległa zmianie. (Tabela 4.1).

Rewizja prognozy inflacji cen konsumenta związana jest głównie z wyraźnym obniżeniem cen surowców energetycznych na rynkach światowych, zwłaszcza ropy naftowej. Na podwyższenie dynamiki PKB, obok niższego przebiegu ścieżki inflacji, wpłynął także wyższy od oczekiwań szacunek GUS PKB za III kw. 2014 i cały 2014 r.

Inflacja

Informacje, jakie napłynęły od *cut-off date* projekcji listopadowej, wskazują na wyraźnie niższą, w całym horyzoncie, inflację CPI.

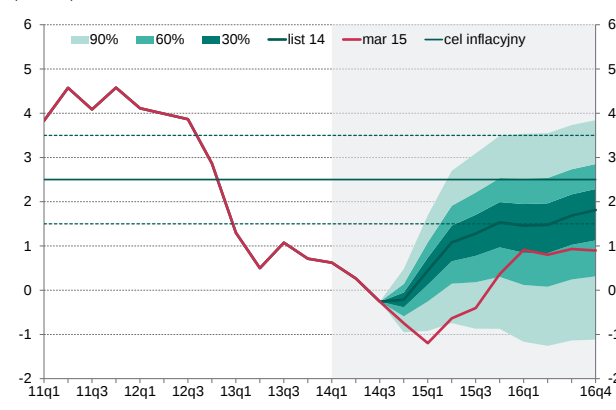
W 2015 r. przyczyni się do tego zwłaszcza niższa prognozowana dynamika cen energii. Ma to związek z obserwowanym bardzo silnym spadkiem cen ropy naftowej na rynkach światowych, co wpłynęło na obniżenie krajowych cen paliw. Ponadto, 17 grudnia 2014 r. prezes URE zatwierdził nowe taryfy na sprzedaż i dystrybucję gazu ziemnego, zgodnie z którymi od 1 stycznia 2015 r. nie nastąpił zakładany w projekcji listopadowej wzrost cen.

Do korekty prognozy dynamiki cen konsumenta w 2015 r. przyczyniło się również obniżenie oczekiwanej ścieżki inflacji cen żywności. Przy zbliżonych do założeń z projekcji listopadowej prognozach cen surowców rolnych na rynkach światowych, obniżenie to wynika z silniejszego od poprzednich szacunków przekładania się bardzo

Tabela 4.1 Projektacja marcowa na tle listopadowej

	2014	2015	2016
PKB (r/r, %)			
III 2015	3,3	3,4	3,3
XI 2014	3,2	3,0	3,3
Inflacja CPI (r/r, %)			
III 2015	0,0	-0,5	0,9
XI 2014	0,1	1,0	1,6

Wykres 4.22 Projektacja marcowa na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %)



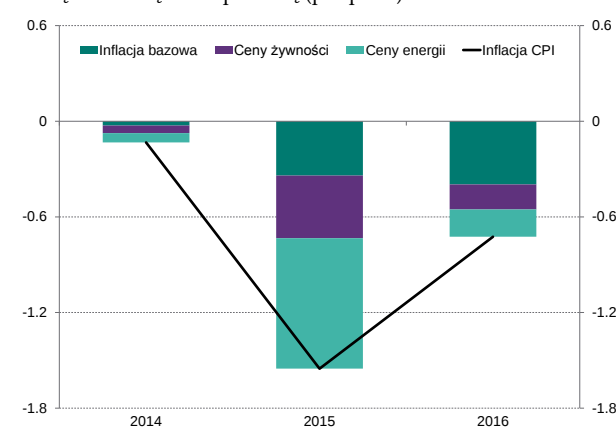
wysokiej podaży surowców rolnych na krajowe ceny żywności.

W wyniku wyraźnego ograniczenia presji kosztowej, także prognoza inflacji bazowej kształtuje się poniżej ścieżki z projekcji listopadowej. Ma to związek z istotnie niższymi w bieżącej projekcji cenami dóbr importowanych (nie tylko surowców energetycznych), do czego przyczyniło się obniżenie prognoz inflacji w strefie euro i Wielkiej Brytanii. Rewizji w dół uległa także dynamika jednostkowych kosztów pracy wraz ze spadkiem prognozowanej dynamiki wynagrodzeń. Obok niższych od oczekiwań danych w II poł. 2014 r., obniżenie tempa wzrostu płac w 2015 r. jest również konsekwencją ograniczenia żądań płacowych pracowników, na co wpływają spadające na przestrzeni ostatnich miesięcy oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.1.5 *Oczekiwania inflacyjne*).

Rewizję prognozy inflacji bazowej w krótkim horyzoncie częściowo ogranicza nieco korzystniejsze kształtowanie się koniunktury, co odzwierciedlone jest w szybszym niż przyjęto w poprzedniej projekcji domykaniu się luki popytowej, stanowiącej miarę presji popytowej w gospodarce.

W 2016 r. bezpośredni wpływ spadku cen surowców energetycznych na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych stopniowo wygasa – inflacja CPI pozostaje jednak poniżej oczekiwań z ostatniej projekcji. Wpływają na to efekty drugiej rundy związane z przełożeniem się spadku cen surowców na ceny pozostałych dóbr i usług. W pierwszej kolejności można spodziewać się niższego wzrostu cen energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych, które z opóźnieniem dostosowują się do korzystnych warunków podażyowych.

Wykres 4.23 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)⁸²



⁸² Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od różnicy wielkości z tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

Ponadto, wyraźnie niższa w całym horyzoncie projekcji inflacja cen nośników energii wpływa na obniżenie kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza z sektora transportowego, co z pewnym opóźnieniem przekłada się na ceny innych produktów. W połączeniu z niższą ścieżką płac, a w konsekwencji również jednostkowych kosztów pracy, oczekuje się zatem obniżenia inflacji bazowej w stosunku do rundy listopadowej również w 2016 r.

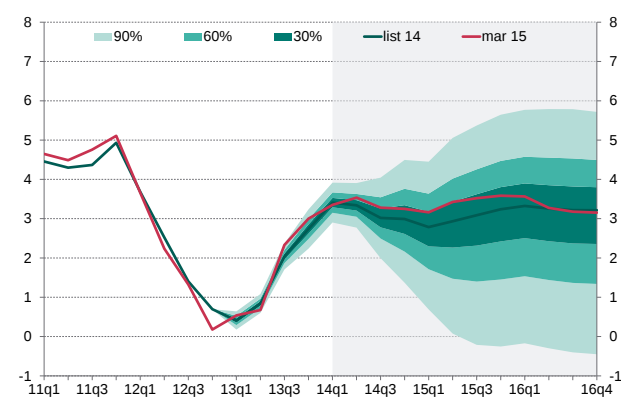
PKB

Informacje, które napłynęły po zamknięciu projekcji listopadowej złożyły się na podwyższenie dynamiki PKB w 2015 r. Prognozowane tempo wzrostu w 2016 r. nie uległo zmianie.

Wyższa dynamika PKB w krótszym horyzoncie projekcji wynika głównie z uwzględnienia w bieżącej rundzie progностycznej niższych cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Ze względu na to, że Polska jest importers netto ropy naftowej, gazu ziemnego i, w mniejszym stopniu, węgla kamiennego, niższe ceny tych surowców wpływają na poprawę *terms of trade* (por. Ramka 5 *Wpływ poprawy terms of trade na saldo handlu zagranicznego Polski*). Wyższa siła nabywcza gospodarstw domowych (mimo obniżenia dynamiki płac w ujęciu nominalnym) i niższe koszty firm wpłynęły na podwyższenie tempa wzrostu konsumpcji oraz inwestycji w bieżącej projekcji. Jednocześnie wkład eksportu netto do wzrostu został skorygowany w dół, co ogranicza skalę rewizji PKB w górę. Do tej korekty przyczyniła się wyższa dynamika popytu krajowego, przekładająca się na podwyższenie ścieżki wzrostu wolumenu importu. Dodatkowym czynnikiem obniżającym wkład eksportu netto w ujęciu realnym jest poprawa *terms of trade*.

Od publikacji projekcji listopadowej, GUS opublikował szacunek PKB za III kw. 2014 r. oraz cały 2014 r., sporządzony po raz pierwszy zgodnie

Wykres 4.24 Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %)



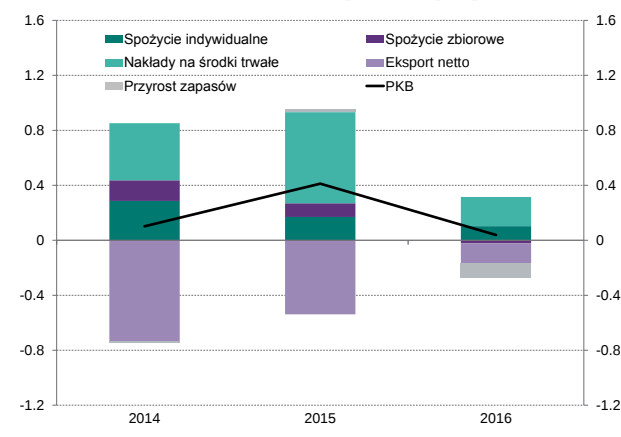
z nowym standardem metodycznym Europejskiego Systemu Rachunków Narodowych i Regionalnych w Unii Europejskiej (ESA 2010). GUS dokonał również innych zmian metodycznych, w tym uwzględnił w rachunku PKB wartość produkcji z tytułu działalności nielegalnej. Szacunek GUS okazał się nieco wyższy od oczekiwań z projekcji listopadowej, co w części wynikać może z wprowadzonych zmian metodologicznych. Wskazuje na to między innymi korekta w górę danych historycznych za I poł. 2014 r. Szacunki GUS przyczyniły się do podwyższenia dynamiki PKB w krótszym horyzoncie bieżącej projekcji. Wskazały one także na nieco inną niż zakładano w projekcji listopadowej strukturę wzrostu w 2014 r.: z wyższą dynamiką popytu krajowego oraz niższym wkładem eksportu netto. Stanowiło to przesłankę dalszej korekty w 2015 r. w górę konsumpcji prywatnej i inwestycji oraz w dół eksportu netto.

W 2016 r. bezpośrednie efekty niższych cen surowców energetycznych, wyższych od oczekiwań szacunków PKB i zatrudnienia w 2014 r. wygasają – w rezultacie, w tym horyzoncie dynamika PKB nie różni się od poprzedniej projekcji. Wskutek niższej inflacji, w dłuższym horyzoncie ścieżka konsumpcji i inwestycji nadal kształtuje się powyżej oczekiwań z poprzedniej projekcji. Wpływ wyższego niż w poprzedniej projekcji wzrostu popytu krajowego w 2016 r. kompensuje natomiast niższy wkład eksportu netto.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Bilans czynników ryzyka dla projekcji marcowej wskazuje na możliwość ukształtowania się inflacji CPI poniżej centralnej ścieżki projekcyjnej przy symetrycznym rozkładzie niepewności dla

Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą marcową a listopadową (pkt proc.)⁸³



⁸³ Dane przedstawione na wykresie mogą się nieznacznie różnić od różnicy wielkości z tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

dynamiki PKB (Tabela 4.2). Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP, prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji CPI w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego NBP (1,5%-3,5%), które obecnie jest bliskie zera, rośnie w horyzoncie projekcji, ale nie przekracza poziomu 50% (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności dla projekcji marcowej przedstawiono poniżej.

Wydłużony okres deflacji w Polsce i w strefie euro.

Możliwość wydłużonego okresu deflacji w Polsce i w strefie euro stanowi najważniejsze źródło niepewności projekcji oraz w największym stopniu odpowiada za asymetrię w dół rozkładu ryzyka dla ścieżki inflacji CPI.

Wydłużony okres deflacji w strefie euro byłby możliwy w przypadku wystąpienia splotu niekorzystnych czynników prowadzących do pojawienia się w tej gospodarce spirali płacowo-cenowej. Warunkiem sprzyjającym realizacji tego scenariusza jest istotne spowolnienie wzrostu gospodarczego w tym obszarze walutowym. Jedną z przyczyn obecnej stagnacji w strefie euro są jej problemy strukturalne będące wynikiem braku wystarczających reform w przeszłości nakierowanych na poprawę konkurencyjności tej gospodarki. Gdyby słabości strukturalne strefy euro okazały się głębsze od ich bieżących ocen, okres wolniejszego tempa wzrostu gospodarczego uległby wydłużeniu. Niższa aktywność gospodarcza w strefie euro, przy wzroście ryzyka geopolitycznego związanego z konfliktem rosyjsko-ukraińskim oraz niepewności dotyczącej sytuacji polityczno-gospodarczej w Grecji, przełożyć się może na pogorszenie nastrojów konsumentów i przedsiębiorców. W konsekwencji – wobec wysokiej stopy bezrobocia w obszarze wspólnej waluty oraz towarzyszącemu spowolnieniu dalszemu odkotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych – ograniczeniu mogą ulec żądania

Tabela 4.2 Prawdopodobieństwo że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
15q1	1,00	1,00	1,00	0,50	0,00
15q2	1,00	1,00	1,00	0,50	0,00
15q3	0,96	1,00	1,00	0,50	0,04
15q4	0,82	0,96	0,99	0,50	0,17
16q1	0,67	0,88	0,97	0,51	0,30
16q2	0,69	0,88	0,97	0,51	0,28
16q3	0,66	0,85	0,95	0,52	0,30
16q4	0,66	0,85	0,95	0,52	0,29
17q1	0,63	0,83	0,94	0,52	0,31
17q2	0,60	0,80	0,93	0,51	0,33
17q3	0,56	0,77	0,91	0,51	0,35
17q4	0,53	0,74	0,89	0,51	0,36

płacowe pracowników oraz wynagrodzenia oferowane przez pracodawców. W takich warunkach, przy dodatkowym wpływie niższych cen surowców energetycznych na rynkach światowych, pojawić się może spirala płacowo-cenowa, co skutkowałoby wydłużonym okresem deflacji w obszarze unii walutowej. Ujemna dynamika cen wpłynęłaby na wzrost realnego kosztu pieniądza, co – wobec braku możliwości obniżenia nominalnych stóp procentowych w związku z osiągnięciem przez nie granicy zerowej – dodatkowo ograniczyłoby aktywność gospodarczą w strefie euro i podniosło realną wartość zadłużenia denominowanego w euro.

Realizacja powyższych zagrożeń może przełożyć się na przedłużenie prognozowanego w scenariuszu bazowym okresu ujemnej inflacji CPI w Polsce. Wpływ ten byłby istotny zwłaszcza w przypadku eskalacji kryzysu rosyjsko-ukraińskiego, który ze względu na powiązania handlowe relatywnie silniej oddziałuje na gospodarkę polską niż strefę euro. Perspektywa niższej aktywności gospodarczej u głównych odbiorców polskiego eksportu przyczyniłaby się do spadku nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw i pogorszenia sytuacji na rynku pracy. Niższe ceny importu w połączeniu z dodatkowymi trudnościami w eksporcie krajowych towarów do Federacji Rosyjskiej dodatkowo obniżałyby oczekiwania inflacyjne przedsiębiorców i konsumentów. W warunkach odkotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i ryzyka stosunkowo niewielkich sztywności w dół płac nominalnych, w Polsce, podobnie jak w strefie euro, mogłoby dojść do sprzężenia cenowo-płacowego, co skutkowałoby ujemną dynamiką cen konsumenta utrzymującą się przez dłuższy czas.

Zmiana uwarunkowań makroekonomicznych mogłaby w horyzoncie projekcji doprowadzić do rewizji polityki fiskalnej. W szczególności, niższe wpływy podatkowe do budżetu państwa mogłyby

skłonić rząd do wycofania się z zapowiedzianej na 2017 r. obniżki stawki podatku VAT, co oddziaływałoby w kierunku nieco wolniejszego spadku inflacji CPI i dalszego spowolnienia dynamiki PKB.

Wzrost popytu krajowego wspierany poprawą aktywności gospodarczej w strefie euro

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest także możliwość szybszego niż w scenariuszu bazowym wzrostu popytu krajowego, w szczególności w krótkim horyzoncie. W przypadku ograniczenia niepewności związanej z konfliktem ukraińsko-rosyjskim oraz mocniejszego niż założono przełożenia się programu luzowania ilościowego EBC na oczekiwania dotyczące aktywności gospodarczej w strefie euro, uległyby poprawie nastoje przedsiębiorców i konsumentów w Polsce. Szybsza poprawa sytuacji na krajowym rynku pracy mogłaby skłonić gospodarstwa domowe do wykorzystania wzrostu płac realnych w ostatnich kwartałach do zwiększenia konsumpcji kosztem wolniejszego w stosunku do scenariusza bazowego projekcji wzrostu stopy oszczędności. Poprawa oczekiwań dotyczących przyszłej koniunktury mogłaby również wpłynąć na intensyfikację aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, które w większej skali korzystałyby z niskiego poziomu stóp procentowych. W dłuższym okresie szybszy wzrost gospodarczy w Polsce mógłby zostać wsparty efektami realizacji Planu Inwestycyjnego Komisji Europejskiej na lata 2015-2017, którego celem jest przeciwdziałanie problemom strukturalnym gospodarki Unii Europejskiej oraz poprawa jej konkurencyjności. Zgodnie z szacunkami Komisji Europejskiej plan ten może przyczynić się do wzrostu PKB Unii Europejskiej w wysokości 330-410 mld euro i stworzenia 1-1,3 mln nowych miejsc pracy⁸⁴. Wyższe tempo

⁸⁴ *Plan inwestycyjny. Pytania i odpowiedzi.*, Komisja Europejska, Europejski Bank Inwestycyjny (por. http://ec.europa.eu/polska/news/141126_plan_pl.htm)

wzrostu gospodarczego oraz silniejsza poprawa sytuacji na krajowym rynku pracy przełożyłyby się na szybszy niż w scenariuszu centralnym wzrost cen konsumenta w całym horyzoncie projekcji.

Ceny ropy naftowej na rynkach światowych

Kolejnym źródłem niepewności dla scenariusza bazowego jest kształtowanie się w horyzoncie projekcji cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych na rynkach światowych. Ryzyko dla założonej prognozy cen ropy naftowej związane jest przede wszystkim z czynnikami potencjalnie wpływającymi na zaburzenia podaży tego surowca na rynkach światowych. Niepewność ta dotyczy skali wydobycia ropy naftowej ze skał łupkowych i jej eksportu przez Stany Zjednoczone oraz działań podejmowanych przez organizację OPEC, w szczególności Arabię Saudyjską. Kraj ten będący najważniejszym eksporterem ropy naftowej charakteryzuje się także najniższymi krańcowymi kosztami jej wydobycia, dzięki czemu posiada największe możliwości kontrolowania światowej podaży ropy naftowej. Inny rodzaj ryzyka dla kształtowania się podaży ropy związany jest z niepewną sytuacją polityczną w Iraku i Libii. Dodatkowo, choć o mniejszym stopniu na ryzyko dla przyjętej w scenariuszu bazowym prognozy cen ropy naftowej składają się czynniki o charakterze popytowym, związane z perspektywami dla wzrostu w gospodarce światowej. Niepewność ta dotyczy w szczególności wzrostu w krajach wschodzących oraz realizacji przedstawionych w poprzednich punktach ryzyk dla rozwoju sytuacji w gospodarce strefy euro.

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2013	2014	2015	2016	2017
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	0,9	0,0	-0,5	0,9	1,2
Ceny żywności (% r/r)	2,0	-0,9	-0,7	1,4	1,6
Ceny energii (% r/r)	-1,5	-1,0	-3,0	1,1	1,7
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	1,2	0,6	0,4	0,6	0,9
PKB (% r/r)	1,7	3,3	3,4	3,3	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	0,2	4,6	4,3	3,9	4,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	1,1	3,0	3,1	3,1	3,3
Spożycie zbiorowe (% r/r)	2,0	2,8	2,9	2,9	3,3
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	0,9	9,4	7,1	5,3	6,0
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	1,4	-1,2	-0,8	-0,6	-0,8
Eksport (% r/r)	5,0	4,8	4,4	5,5	5,7
Import (% r/r)	1,8	7,8	6,3	6,9	7,2
Płace brutto (% r/r)	3,4	3,6	3,6	4,7	5,3
Liczba pracujących (% r/r)	-0,2	1,9	0,7	0,2	0,1
Stopa bezrobocia (%)	10,3	9,0	8,2	7,9	7,5
NAWRU (%)	9,0	9,0	8,8	8,5	8,2
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,9	56,3	56,5	56,6	56,6
Wydajność pracy (% r/r)	1,8	1,5	2,7	3,1	3,4
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,2	1,9	0,8	1,6	1,9
Produkt potencjalny (% r/r)	2,7	2,6	3,0	3,2	3,3
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-1,7	-1,0	-0,6	-0,6	-0,3
Indeks cen surowców rolnych (EUR; 2011=1,0)	1,04	0,93	0,89	0,91	0,90
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,0)	0,81	0,72	0,54	0,56	0,58
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,5	1,2	1,0	1,3	1,5
PKB za granicą (% r/r)	0,1	1,3	1,4	1,6	1,6
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	1,0	1,1	0,9	-0,2	-1,7
WIBOR 3M (%)	3,03	2,52	2,18	2,21	2,21

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

5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2014 – styczeń 2015 r.

■ Data: 8 października 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stopy referencyjnej i stopy redyskontowej weksli o 0,5 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	A. Glapiński
	A. Bratkowski		J. Hausner
	E. Chojna-Duch		A. Kaźmierczak
	E. J. Osiatyński		A. Rzońca
	A. Zielińska-Głębocka		J. Winiecki

■ Data: 8 października 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stopy lombardowej o 1,0 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek uzyskał większość głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	A. Kaźmierczak
	A. Bratkowski		A. Rzońca
	E. Chojna-Duch		
	A. Glapiński		
	J. Hausner		
	E. J. Osiatyński		
	J. Winiecki		
	A. Zielińska-Głębocka		

■ Data: 8 października 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 6/2014 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

RPP obniżyła stopę referencyjną i stopę redyskontową weksli o 0,5 pkt proc. oraz stopę lombardową NBP o 1,0 pkt proc.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

E.J. Osiatyński

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

■ Data: 8 października 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 7/2014 zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Decyzja RPP:

RPP zmieniła oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej na 0,9 stopy referencyjnej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E. J. Osiatyński

A. Zielińska-Głębocka

A. Rzońca

Przeciw:

E. Chojna-Duch i J. Winiecki byli nieobecni na głosowaniu.

■ Data: 5 listopada 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 1,0 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski

Przeciw: M. Belka
E. Chojna-Duch
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
E. J. Osiatyński
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

■ Data: 5 listopada 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. J. Osiatyński
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: E. Chojna-Duch
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki

■ Data: 5 listopada 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	M. Belka	Przeciw:	E. Chojna-Duch
	A. Bratkowski		A. Glapiński
	E. J. Osiatyński		J. Hausner
	A. Zielińska-Głębocka		A. Kaźmierczak
			A. Rzońca
			J. Winiecki

■ Data: 3 grudnia 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 1,0 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za:	A. Bratkowski	Przeciw:	M. Belka
			E. Chojna-Duch
			A. Glapiński
			J. Hausner
			A. Kaźmierczak
			E. J. Osiatyński
			A. Rzońca
			J. Winiecki
			A. Zielińska-Głębocka

■ Data: 3 grudnia 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2014 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2015.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E. J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

■ Data: 14 stycznia 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 1,0 pkt proc.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski

Przeciw: M. Belka

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

E. J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

■ Data: 14 stycznia 2015 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

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

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. J. Osiatyński

Przeciw: M. Belka
E. Chojna-Duch
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki
A. Zielińska-Głębocka

www.nbp.pl

