

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Raport o inflacji – lipiec 2014 r.

Warszawa, 2014

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 20 czerwca 2014 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie	9
1.2 Procesy inflacyjne za granicą	11
1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe	13
Ramka 1: Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC	15
1.4 Światowe rynki surowców	16
2 Gospodarka krajowa	19
2.1 Procesy inflacyjne	19
2.2 Popyt i produkcja	22
Ramka 2: Wpływ kryzysu rosyjsko-ukraińskiego na gospodarkę Polski	27
Ramka 3: Rola usług rynkowych w procesach rozwojowych polskiej gospodarki	31
2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	33
2.4 Rynek pracy	34
2.5 Rynki aktywów	37
Ramka 4: Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce w świetle najnowszych badań	40
2.6 Kredyt i pieniądz	43
2.7 Bilans płatniczy	47
3 Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2014 r.	49
4 Projekcja inflacji i PKB	61
4.1 Synteza	62
4.2 Otoczenie zewnętrzne	64
4.3 Gospodarka polska w latach 2014-2016	67
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	79
4.5 Źródła niepewności projekcji	82
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie styczeń - maj 2014 r.	87

Synteza

W I kw. 2014 r. aktywność gospodarcza na świecie pozostała umiarkowana. W Stanach Zjednoczonych PKB spadł, co prawdopodobnie było zjawiskiem przejściowym. Jednocześnie w strefie euro wzrost PKB w tym okresie kształtował się nadal jedynie nieznacznie powyżej zera. W największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB utrzymała się na niskim jak na te kraje poziomie.

W pierwszych miesiącach br. inflacja na świecie była nadal niska. W krajach rozwiniętych inflacja – pomimo pewnego wzrostu w niektórych z nich – pozostawała w okolicach lub poniżej obowiązujących tam celów inflacyjnych (odpowiednio w Stanach Zjednoczonych i strefie euro). W krajach rozwijających się inflacja ustabilizowała się poniżej wieloletniej średniej. W części gospodarek, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej, inflacja w dalszym ciągu obniżała się.

W warunkach niskiej inflacji i ograniczonego wzrostu gospodarczego w gospodarkach rozwiniętych polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostała silnie ekspansywna. Fed utrzymał stopy procentowe na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%), zmniejszając jednocześnie skalę łagodzenia ilościowego (do poziomu 35 mld USD miesięcznie). Jednocześnie Fed zakomunikował gotowość utrzymania krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie bliskim zera nawet po całkowitym zaprzestaniu zakupu aktywów. Również Bank Anglii pozostawił stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera. EBC obniżył stopy procentowe, w tym stopę podstawowych operacji refinansujących do 0,15%, a stopę depozytową poniżej zera (-0,10%), zaznaczając przy tym, że pozostaną one na tym poziomie przez dłuższy czas z uwagi na prognozowane utrzymywanie się niskiej inflacji. Ponadto EBC ogłosił rozpoczęcie dodatkowych działań mających na celu zwiększenie akcji kredytowej w strefie euro.

W warunkach nadal ekspansywnej polityki pieniężnej i niskiej presji inflacyjnej wzrosły ceny aktywów finansowych na świecie, a kursy walutowe w gospodarkach wschodzących umocniły się. Było to spowodowane obniżeniem awersji do ryzyka.

W Polsce, roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w I kw. i na początku II kw. 2014 r. utrzymała się na niskim poziomie (0,2% w maju). Niskiej inflacji sprzyjał spadek cen żywności, nadal ujemna, choć powoli rosnąca, dynamika cen energii, a także niska presja popytowa. Na niską presję popytową wskazuje obniżenie się większości miar inflacji bazowej. Nadal spadające – choć nieco wolniej niż w poprzednim kwartale – ceny produkcji sprzedanej przemysłu potwierdzają brak presji kosztowej w gospodarce. Utrzymywaniu się niskiej inflacji towarzyszyło obniżenie się wszystkich miar oczekiwań inflacyjnych.

Jednocześnie wzrost gospodarczy w Polsce przyspieszył do 3,4% w ujęciu rocznym. Wzrost rocznej dynamiki PKB w I kw. br. był związany przede wszystkim z dalszym przyspieszeniem popytu krajowego. W szczególności istotnie wzrosła dynamika inwestycji oraz – w mniejszym stopniu – dynamika konsumpcji. Wkład zapasów do wzrostu PKB był bliski zera, a wkład eksportu netto do PKB obniżył się, choć pozostał dodatni.

Ożywieniu aktywności gospodarczej towarzyszyła stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy. W I kw. br. wzrost liczby pracujących przyspieszył, a stopa bezrobocia wyraźnie się obniżyła. Jednocześnie nieco

wzrosła dynamika wynagrodzeń w gospodarce i sektorze przedsiębiorstw, a tempo wzrostu wydajności pracy obniżyło się. W efekcie nieznacznie wzrosła dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, pozostając jednak na umiarkowanym poziomie.

W warunkach braku presji inflacyjnej oraz stopniowo poprawiającej się sytuacji gospodarczej w kraju Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych NBP, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 2,50%. Stopniowe ożywienie gospodarcze w kraju, wraz ze stopniowym zmniejszaniem się nierównowagi zewnętrznej i poprawą oceny wiarygodności kredytowej Polski, przyczyniły się do wzrostu cen polskich aktywów finansowych w ostatnich miesiącach. Dodatkowo w kierunku wzrostu cen aktywów oddziaływało złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC. Stopniowa poprawa koniunktury sprzyjała również nasileniu się sygnałów ożywienia na rynku mieszkaniowym.

Jednocześnie ożywienie gospodarcze sprzyjało nieznacznemu przyspieszeniu akcji kredytowej w I kw. 2014 r. W segmencie kredytów dla przedsiębiorstw przyspieszenie dotyczyło przede wszystkim kredytów o charakterze bieżącym oraz, w mniejszym stopniu, inwestycyjnym. Dynamika zadłużenia gospodarstw domowych w I kw. 2014 r. w dalszym ciągu stopniowo się zwiększała, przede wszystkim dzięki kontynuacji ożywienia w segmencie kredytów konsumpcyjnych.

W I kw. 2014 r. nadal obniżał się deficyt na rachunku obrotów bieżących. Zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących było związane przede wszystkim z dalszą poprawą dodatniego salda obrotów towarowych. Zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących w I kw. 2014 r. przyczyniło się do poprawy części wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski. Saldo na rachunku finansowym było w I kw. 2014 r. ujemne i znacząco niższe niż w I kw. 2013 r. Przyczynił się do tego w znacznej mierze odpływ kapitału z rynku dłużnych papierów wartościowych, spadek pozostałych inwestycji oraz wzrost należności polskich podmiotów za granicą.

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 marzec - czerwiec 2014 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. są umieszczone w Rozdziale 3. Opis dyskusji na lipcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 21 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie styczeń – maj 2014 r. znajdują się w Rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono cztery ramki: „Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC”, „Wpływ kryzysu rosyjsko-ukraińskiego na gospodarkę Polski”, „Rola usług rynkowych w procesach rozwojowych polskiej gospodarki”, „Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce w świetle najnowszych badań”.

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 lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 13 czerwca 2014 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,1-0,4% w 2014 r. (wobec 0,8-1,4% w projekcji z marca 2014 r.), 0,5-2,1% w 2015 r. (wobec 1,0-2,6%) oraz 1,3-3,1% w 2016 r. (wobec 1,6-3,3%) Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z

50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,2-4,1% w 2014 r. (wobec 2,9-4,2% w projekcji z marca 2014 r.), 2,6-4,5% w 2015 r. (wobec 2,7-4,8%) oraz 2,3-4,5% w 2016 r. (wobec 2,3-4,8%).

1 Otoczenie polskiej gospodarki

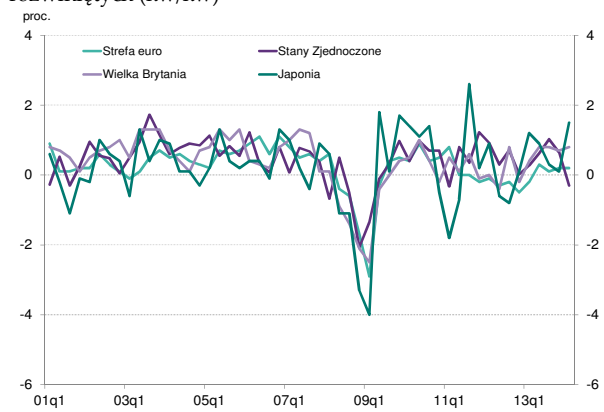
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie

W I kw. 2014 r. aktywność gospodarcza na świecie pozostała umiarkowana, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach była zróżnicowana (Wykres 1.1). W Stanach Zjednoczonych PKB w I kw. spadł, co prawdopodobnie było zjawiskiem przejściowym. Jednocześnie w strefie euro wzrost PKB w tym okresie kształtował się nadal jedynie nieznacznie powyżej zera. W największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB w I kw. 2014 r. utrzymała się na niskim jak na te kraje poziomie.

PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. 2014 r. spadł o 0,3% kw/kw po wzroście o 0,7% kw/kw w IV kw. ub.r. (Wykres 1.1)¹. Spadek PKB związany był przede wszystkim z wyjątkowo niekorzystnymi czynnikami pogodowymi, które przyczyniły się do obniżenia wkładu zapasów, a także spadku eksportu i inwestycji, przy wciąż silnym wzroście konsumpcji gospodarstw domowych.

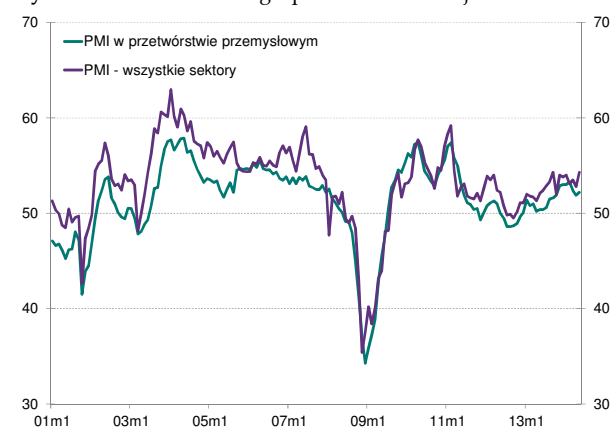
Publikowane dane wskazują na prawdopodobne ponowne ożywienie aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych na początku II kw. br. W kwietniu i maju br. poprawiły się nastroje przedsiębiorców (kontynuacja wzrostu indeksu ISM-PMI), zaś nastroje konsumentów kształtowały się na relatywnie wysokim poziomie. Nadal poprawiała się sytuacja na amerykańskim rynku pracy, choć do spadku bezrobocia w dalszym ciągu przyczyniał się – oprócz wzrostu zatrudnienia – także spadek aktywności zawodowej (Wykres 1.3). Równocześnie przyspieszył wzrost produkcji przemysłowej, choć

Wykres 1.1 Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw)



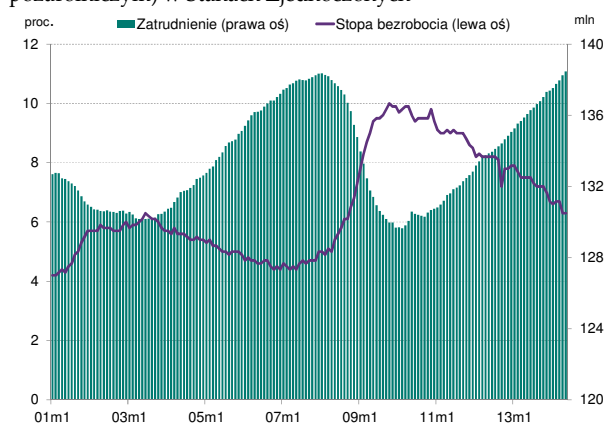
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.2 Indeks PMI w gospodarce światowej



Źródło: Dane Bloomberg.

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



Źródło: Dane BLS.

¹ Prezentowane w tym rozdziale dane dotyczące kwartalnego tempa wzrostu PKB są wyrównane sezonowo.

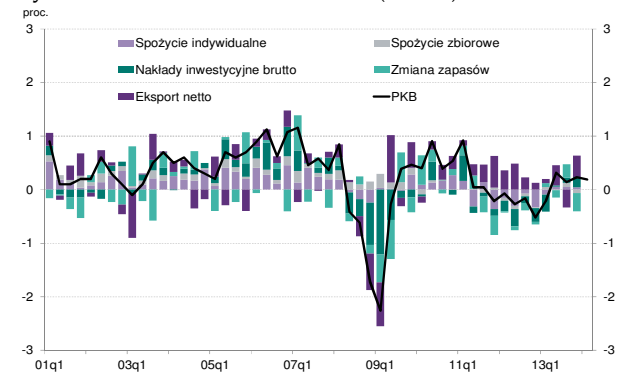
wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił². Utrzymał się trend wzrostowy cen nieruchomości, jednak rynek pozostawał w stagnacji³.

W strefie euro dynamika PKB w I kw. 2014 r. w ujęciu kwartalnym spowolniła do 0,2% kw/kw (wobec 0,3% kw/kw w IV kw. ub.r.; Wykres 1.4). Do spowolnienia wzrostu gospodarczego przyczyniło się osłabienie dynamiki inwestycji oraz eksportu, przy nieznacznym wzroście konsumpcji.

Spośród większych krajów członkowskich strefy euro, jedynie w Niemczech i Hiszpanii wzrost gospodarczy przyspieszył w ujęciu kwartalnym. W kierunku ożywienia aktywności gospodarczej w tych krajach oddziaływało przyspieszenie popytu wewnętrznego. W szczególności w Niemczech wzrosła dynamika nakładów konsumpcyjnych i inwestycyjnych, które wspierane były przez relatywnie korzystne nastroje przedsiębiorców. W pozostałych dużych krajach strefy euro, w tym zwłaszcza we Francji, wzrost gospodarczy obniżył się (a we Włoszech spadł poniżej zera) przy spowolnieniu eksportu oraz dalszym spadku popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego.

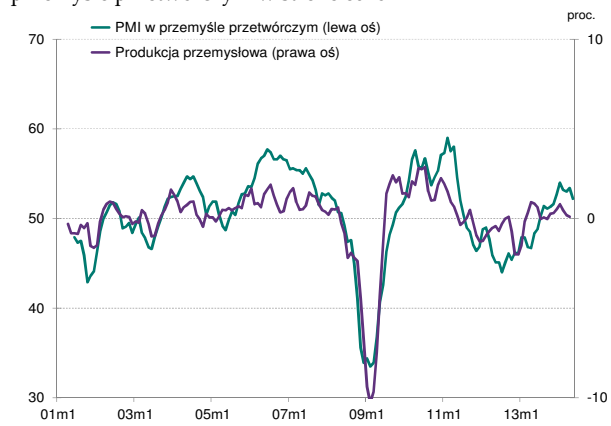
Na ożywienie aktywności gospodarczej w strefie euro, w szczególności popytu konsumpcyjnego, wskazuje wzrost sprzedaży detalicznej oraz korzystne nastroje konsumentów na początku II kw. br. Jednak tempo ożywienia gospodarczego najprawdopodobniej pozostanie niskie z uwagi na wciąż niekorzystną sytuację na rynku pracy (Wykres 1.6), nadal słabnącą akcją kredytową i niską dynamikę produkcji przemysłowej, której towarzyszy pewne pogorszenie się nastrojów przedsiębiorców (Wykres 1.5).

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



Źródło: Dane Eurostat.

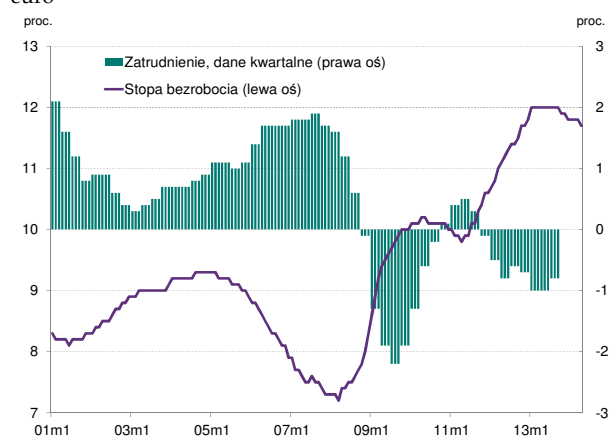
Wykres 1.5 Wzrost produkcji przemysłowej* i indeks PMI w przemyśle przetwórczym w strefie euro



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

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

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



Źródło: Dane Eurostat.

² Jednak spowolnienie w amerykańskim handlu detalicznym mogło być związane z przesunięciem popytu spowodowanym surową zimą.

³ Stagnacja ta odzwierciedlona była w spadku liczby sprzedawanych domów w ujęciu rocznym i związana była ze wzrostem kosztu zaciągnięcia kredytu hipotecznego po rozpoczęciu przez Fed zmniejszania skali łagodzenia ilościowego. Równocześnie wskaźniki wyprzedzające dla rynku nieruchomości nie sugerowały poprawy na tym rynku w nadchodzącym okresie.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

W większości gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej w I kw. br. kontynuowane było ożywienie gospodarcze (Wykres 1.7). W Czechach – będących ważnym partnerem handlowym Polski w regionie – wzrost ten spowolnił, co było związane z wystąpieniem czynnika jednorazowego⁴. Wskaźniki koniunktury, dane z rynku pracy, a także dynamika sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej wskazują na dalsze ożywienie aktywności gospodarczej w regionie.

W największych gospodarkach wschodzących tempo wzrostu PKB w I kw. 2014 r. pozostawało niskie jak na te kraje, przy czym w niektórych z nich dynamika PKB się obniżyła (Wykres 1.8). W Chinach, w kierunku obniżenia wzrostu gospodarczego w I kw. 2014 r. oddziaływało osłabienie eksportu i budownictwa. Spowolnił także wzrost gospodarczy w Rosji, do czego przyczynił się wzrost niepewności związany z napięciami politycznymi pomiędzy Rosją a Ukrainą. Konflikt rosyjsko-ukraiński przyczynił się do odpływu kapitału z Rosji, co zmusiło bank centralny do istotnego podniesienia stóp procentowych (por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*).

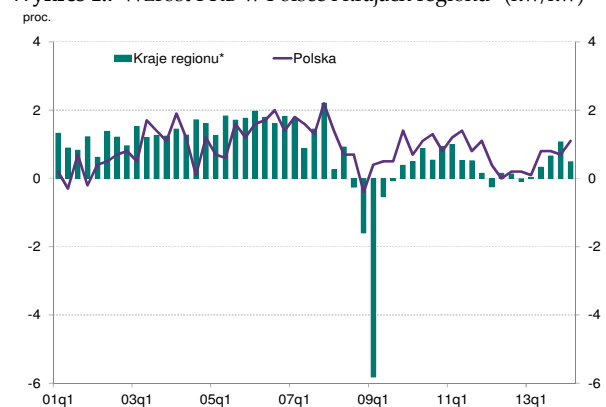
1.2 Procesy inflacyjne za granicą

W pierwszych miesiącach br. inflacja na świecie pozostała niska (Wykres 1.9). W części gospodarek, w tym w strefie euro i Europie Środkowo-Wschodniej, inflacja w dalszym ciągu obniżała się.

W krajach rozwiniętych inflacja – pomimo pewnego wzrostu w niektórych z nich – pozostawała w okolicach lub poniżej obowiązujących tam celów inflacyjnych. Inflacja w Stanach Zjednoczonych wyniosła w maju 2,1%

⁴ Na początku 2014 podwyższono w Czechach podatek akcyzowy, co przełożyło się na przyspieszenie popytu w IV kw. ub.r. i jego spowolnienie w I kw. br.

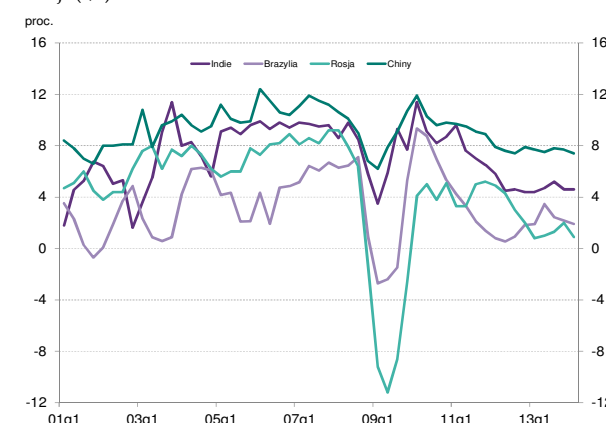
Wykres 1.7 Wzrost PKB w Polsce i krajach regionu* (kw/kw)



Źródło: Bloomberg.

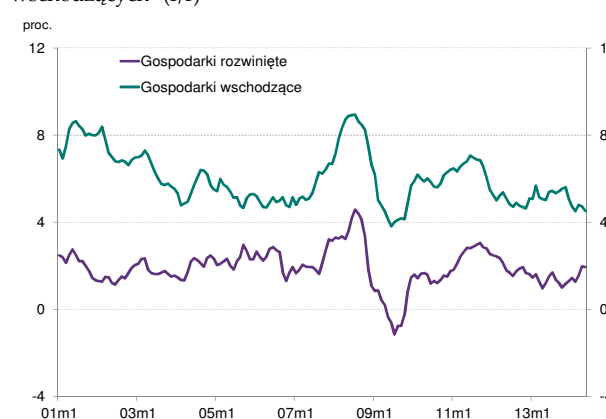
* Kraje regionu obejmują: Czechy, Słowację, Węgry, Litwę, Rumunię, Łotwę, Estonię, Bułgarię. Agregat został policzony jako średnia ważona udziałem poszczególnych krajów w eksporcie Polski.

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



Źródło: Dane Bloomberg.

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



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

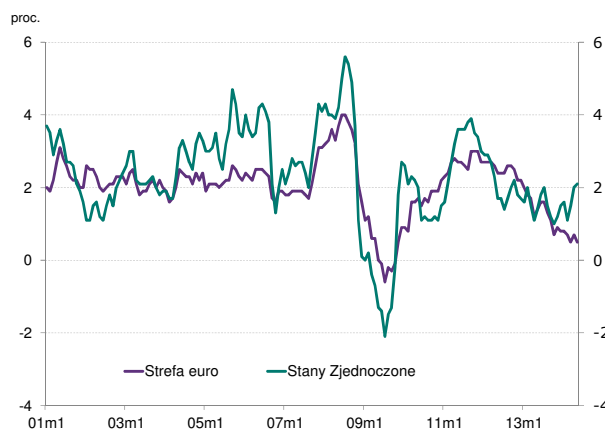
* Średnia ważona inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (stanowiących 80% PKB w tej grupie krajów w 2012 r.). Grupy krajów przyjęte zgodnie z podziałem przyjmowanym przez MFW. Wagi dla poszczególnych krajów przyjęte zgodnie z ich PKB.

wobec 1,4% średnio w I kwartale br. Podwyższenie wskaźnika CPI wynikało ze wzrostu dynamiki cen żywności i energii oraz wyższej – w warunkach postępującego ożywienia gospodarczego – inflacji bazowej. W strefie euro inflacja HICP obniżyła się do 0,5% w maju, co było związane ze spadkiem inflacji bazowej oraz niską dynamiką cen żywności i energii⁵ (Wykres 1.10).

W krajach rozwijających się inflacja ustabilizowała się poniżej wieloletniej średniej, choć tendencje w poszczególnych gospodarkach były zróżnicowane. Obniżony wzrost gospodarczy oraz utrzymująca się niska dynamika cen żywności i energii sprzyjały niskiej inflacji w części większych gospodarek wschodzących. W niektórych gospodarkach o płynnych kursach walutowych (głównie Turcja, RPA, Rosja i Ukraina) w kierunku wzrostu inflacji oddziaływała deprecjacja kursu walutowego.

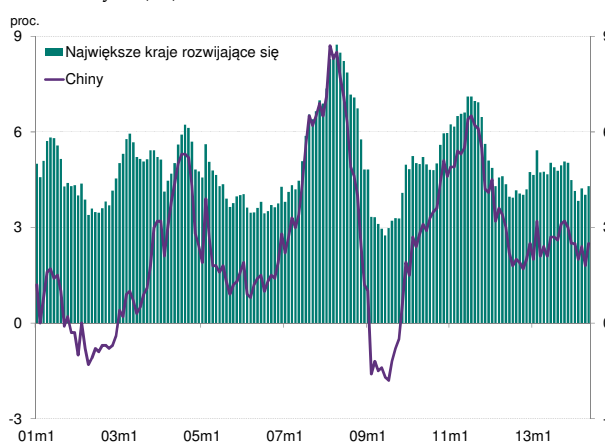
W krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja obniżyła się w pobliże zera (Wykres 1.12), na co złożyły się spadek dynamiki cen żywności oraz wciąż ujemna dynamika cen energii, przy jednoczesnym obniżeniu się inflacji bazowej w większości z tych krajów. W Czechach dewaluacja waluty dokonana w listopadzie 2013 r. oddziaływała w kierunku wyższej inflacji, w tym inflacji bazowej, przyczyniając się do utrzymania jej nieznacznie powyżej zera. W Bułgarii – która utrzymuje sztywny kurs walutowy – od ponad pół roku utrzymuje się deflacja, również w przypadku wskaźnika inflacji bazowej.

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



Źródło: Dane Bloomberg.

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



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

* Średnia ważona inflacja dla gospodarek największych krajów rozwijających się (Brazylia, Chin, Indii, Rosji i RPA). Wagi dla poszczególnych krajów przyjęto zgodnie z ich PKB.

⁵ Dywergencja dynamiki cen energii i żywności pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Europą miała związek głównie z bardziej surową zimą w Stanach Zjednoczonych niż w Europie, co przyczyniło się do wzrostu cen paliw opałowych, w tym zwłaszcza ropy, oraz żywności w Stanach Zjednoczonych. Ponadto większa konsumpcja węgla kamiennego w części krajów europejskich przekłada się na większy wkład dynamiki cen tego surowca do komponentu cen energii. Ceny węgla – w przeciwieństwie do cen ropy naftowej – obniżyły się silnie na początku br. (por. 1.4 Światowe rynki surowców).

1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe

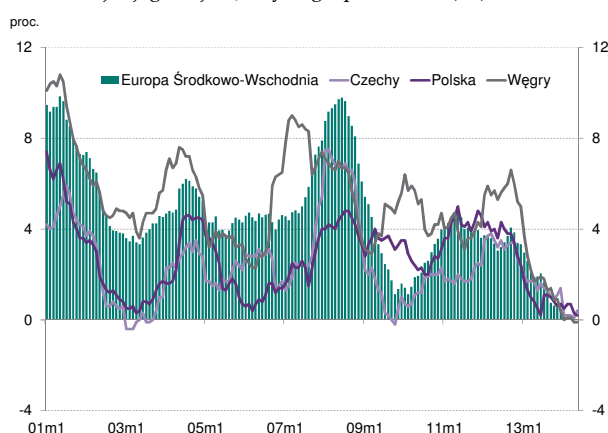
Od publikacji poprzedniego *Raportu* polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostała silnie ekspansywna (Wykres 1.13, Wykres 1.14).

Fed utrzymał stopy procentowe na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%), zmniejszając jednocześnie skalę łagodzenia ilościowego (do poziomu 35 mld USD miesięcznie). Fed zakomunikował gotowość utrzymania krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie bliskim zera nawet po całkowitym zaprzestaniu zakupu aktywów, szczególnie jeśli prognozowana inflacja nie przekroczy w tym czasie długoterminowego celu Fed na poziomie 2% (przy zakotwiczeniu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych).

Również Bank Anglii pozostawił stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera. Mimo przyspieszającego wzrostu PKB pozostawianie stóp procentowych na niskim poziomie jest uzasadnione przez Bank utrzymywaniem się wolnych mocy wytwórczych w brytyjskiej gospodarce.

EBC obniżył stopy procentowe, w tym stopę podstawowych operacji refinansujących do 0,15%, a stopę depozytową poniżej zera (-0,10%), zaznaczając przy tym, że pozostaną one na tym poziomie przez dłuższy czas z uwagi na prognozowane utrzymywanie się niskiej inflacji. Ponadto EBC ogłosił rozpoczęcie dodatkowych działań mających na celu zwiększenie akcji kredytowej w strefie euro, w tym zwłaszcza warunkowych długoterminowych operacji refinansujących (*targeted LTRO*) na łączną kwotę do 400 mld EUR w br. EBC zasygnalizował dodatkowo możliwość uruchomienia programu

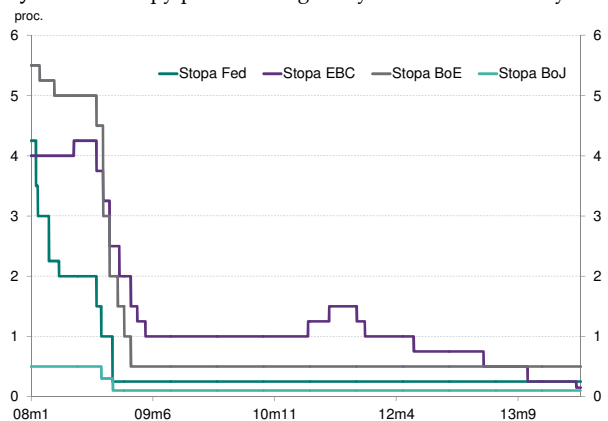
Wykres 1.12 Inflacja CPI w regionie Europie Środkowo-Wschodniej* i jego największych gospodarkach (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

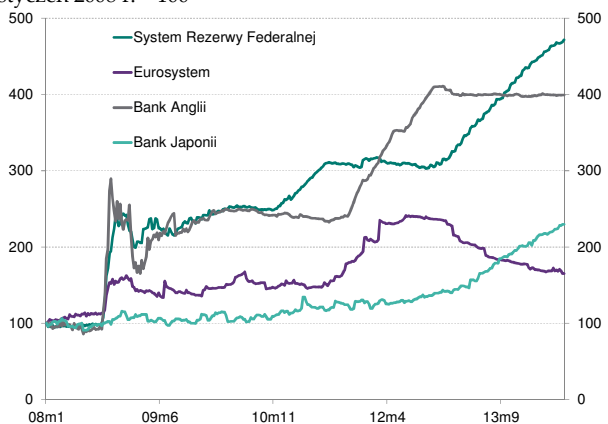
*Średnia arytmetyczna wskaźników inflacji w Bułgarii, Czechach, Estonii, na Litwie, Łotwie, w Polsce, Rumunii, Słowacji oraz na Węgrzech.

Wykres 1.13 Stopy procentowe głównych banków centralnych



Źródło: Dane Bloomberg.

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



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

zakupu aktywów, w tym w szczególności papierów zabezpieczonych aktywami (por. Ramka 1 *Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC*).

Z kolei Bank Japonii kontynuował swój program zakupu aktywów w wysokości 60-70 bilionów jenów rocznie oraz program wsparcia kredytowego, pozostawiając stopy procentowe na poziomie bliskim zera.

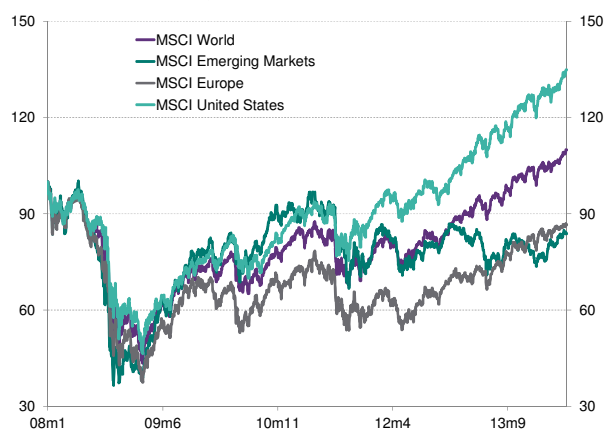
Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny aktywów finansowych na świecie wzrosły (Wykres 1.15). Do wzrostu cen przyczyniło się obniżenie awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych przy nadal ekspansywnej polityce pieniężnej głównych banków centralnych i niskiej presji inflacyjnej.

W gospodarkach rozwiniętych rentowności obligacji skarbowych obniżyły się (Wykres 1.16, Wykres 1.17), do czego przyczyniło się przejściowe wyhamowanie tempa poprawy koniunktury w tych krajach na początku br. oraz kontynuacja silnie ekspansywnej polityki pieniężnej przez ich banki centralne (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*). Spadek rentowności obligacji był najsilniejszy w krajach strefy euro, co było związane z poluzowaniem polityki pieniężnej przez EBC.

Obniżenie awersji do ryzyka znalazło także odzwierciedlenie w ponownym wzroście cen aktywów (akcji i obligacji) i aprecjacji kursów walutowych w części krajów rozwijających się (Wykres 1.15, Wykres 1.19), przy czym sytuacja w poszczególnych krajach była zróżnicowana. W niektórych z nich ceny aktywów były wspierane przez sygnały ożywienia gospodarczego.

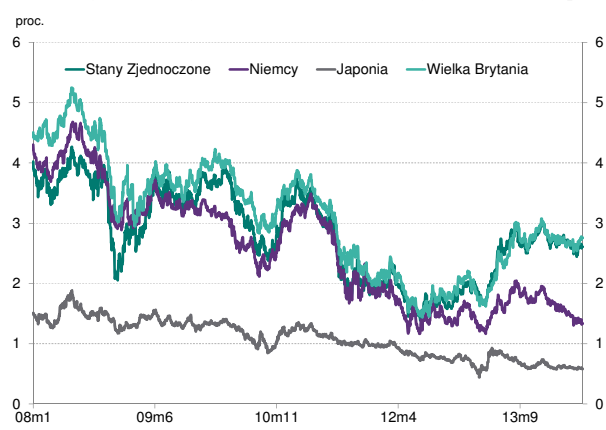
W Chinach, na Ukrainie i w Rosji słaby wzrost gospodarczy oraz napięcia polityczne pomiędzy Rosją i Ukrainą przyczyniły się do deprecjacji walut tych krajów. W celu jej przeciwdziałania, banki centralne Rosji i Ukrainy podwyższyły stopy procentowe. Działania te – w połączeniu z

Wykres 1.15 Indeksy giełdowe na świecie, styczeń 2008 r. = 100



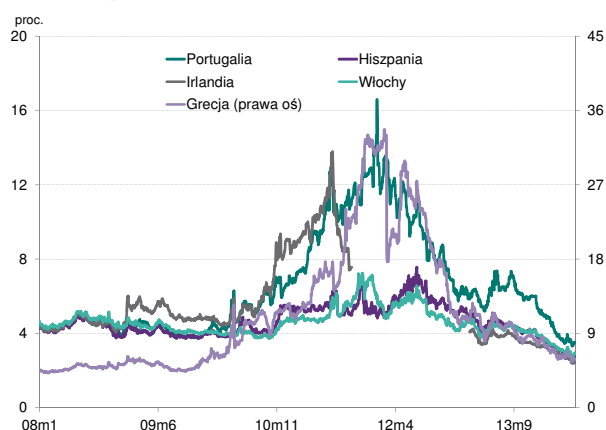
Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 1.16 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych, Niemczech, Wielkiej Brytanii i w Japonii



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.17 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i we Włoszech



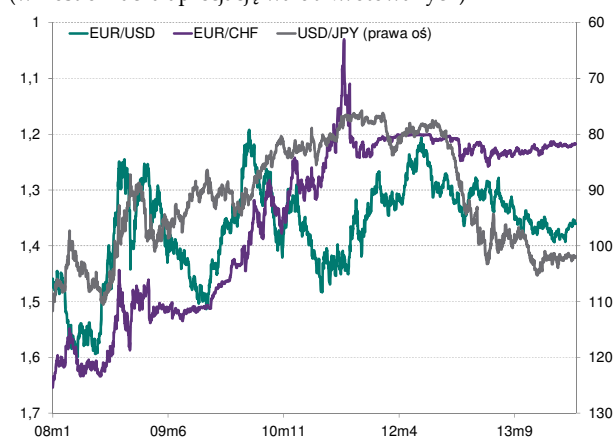
Źródło: Dane Bloomberg.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

przyznaniem Ukrainie pomocy MFW – przyczyniły się do wyhamowania deprecjacji walut tych gospodarek.

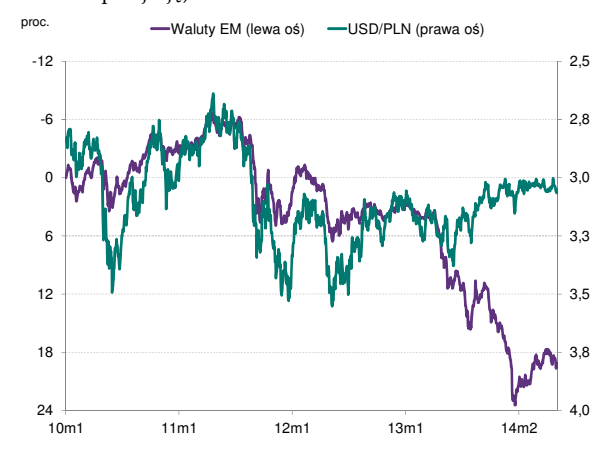
W regionie Europy Środkowo-Wschodniej Bank Węgier obniżył główną stopę procentową do 2,3% oraz zapowiedział podjęcie działań mających na celu zmniejszenie zadłużenia zagranicznego poprzez wzrost zaangażowania podmiotów krajowych na węgierskim rynku skarbowych papierów wartościowych. Z kolei Bank Czech utrzymywał stopy procentowe blisko zera oraz minimalny kurs korony wobec euro na poziomie 27 EUR/CZK.

Wykres 1.18 Kurs euro i jena japońskiego* względem dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego względem euro (wzrost oznacza aprecjację walut kwotowanych)



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.19 Skumulowane zmiany indeksu kursów walut gospodarek wschodzących (EM) na tle kursu USD/PLN (wzrost oznacza aprecjację).



Źródło: Dane Bloomberg.

Ramka 1: Złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC

Ożywienie w strefie euro pozostaje powolne (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza za granicą*), co – obok niskiej dynamiki cen żywności i energii – oddziałuje w kierunku bardzo niskiej inflacji (por. rozdz. 1.2 *Procesy inflacyjne za granicą*). W maju inflacja HICP w strefie euro wyniosła 0,5%, pozostając wyraźnie poniżej poziomu uznawanego przez EBC za zgodny z definicją stabilności cen (poniżej, ale w pobliżu 2%). Ponadto utrzymują się zagrożenia dla wzrostu gospodarczego w strefie euro związane w szczególności z trwającym procesem delewarowania, który ogranicza skuteczność kanału kredytowego oddziaływania polityki pieniężnej EBC (por. *Delewarowanie (ograniczanie zadłużenia) podmiotów prywatnych sektora niefinansowego w gospodarkach rozwiniętych, Raport o inflacji – listopad 2012*).

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania w czerwcu br. EBC złagodził warunki monetarne, w szczególności poprzez obniżenie stóp procentowych. Stopa podstawowych operacji refinansujących oraz stopa depozytowa zostały obniżone o 0,10 pkt proc. do odpowiednio 0,15% i -0,10%, a stopa operacji kredytowych o 0,35 pkt proc. do 0,40%. Tym samym EBC jako pierwszy duży bank centralny zdecydował się na wprowadzenie ujemnej stopy

depozytowej⁶, zapowiadając jednocześnie, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przez dłuższy okres.

Ponadto EBC zapowiedział szereg działań mających na celu poprawę funkcjonowania mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, w tym w szczególności kanału kredytowego:

- przeprowadzenie w ciągu kolejnych dwóch lat warunkowych długoterminowych operacji refinansujących (ang. *targeted LTRO*) o terminie zapadalności do czterech lat na łączną kwotę do 400 mld EUR w br. Konstrukcja tych operacji jest podobna do długoterminowych operacji refinansujących przeprowadzonych w 2011 i 2012 r. (por. *Luzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez główne banki centralne, Raport o inflacji – marzec 2012*), jednak – podobnie jak w przypadku programów wsparcia akcji kredytowej prowadzonych przez Bank Anglii, Bank Japonii oraz Bank Węgier (por. *Programy płynnościowe głównych banków centralnych, Raport o inflacji – listopad 2012*) – maksymalny poziom zasilenia danej instytucji finansowej w ramach *targeted LTRO* będzie uzależniony od wartości udzielonych przez tę instytucję kredytów, z wyłączeniem kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych⁷;
- zawieszenie absorpcji płynności, w którą EBC zasilł banki komercyjne skupując obligacje w ramach Securities Markets Programme (por. *Luzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez główne banki centralne, Raport o inflacji – marzec 2012*);
- przedłużenie okresu przeprowadzania przez EBC podstawowych operacji refinansujących po stałej stopie przy akceptowaniu wszystkich ofert zgłaszanych przez banki (ang. *fixed rate full allotment*) z lipca 2015 r. do końca 2016 r.

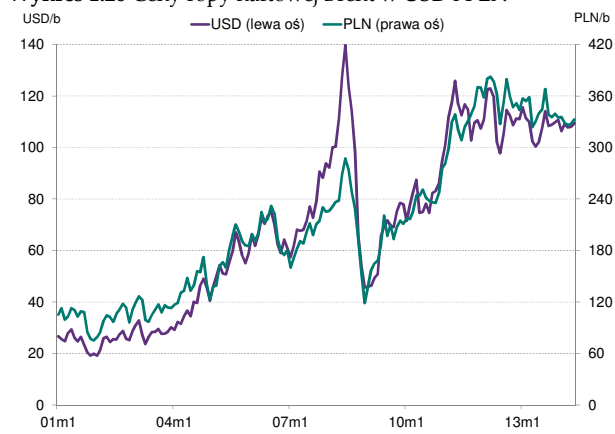
EBC potwierdził również, że przygotowuje się do ewentualnego wprowadzenia programu zakupu papierów zabezpieczonych (*asset-backed securities, ABS*). Zdaniem EBC, skup tych papierów mógłby przyczynić się do rozwoju sekurytyzacji kredytów w strefie euro, co oddziaływałoby w kierunku złagodzenia warunków kredytowania. Ponadto EBC nie wykluczył podjęcia dodatkowych niekonwencjonalnych działań, w tym uruchomienia programu zakupu obligacji skarbowych, w przypadku utrzymywania się inflacji na niskim poziomie przez dłuższy czas.

1.4 Światowe rynki surowców

W I połowie br. ceny większości surowców na rynkach światowych pozostawały stosunkowo stabilne i kształtowały się głównie pod wpływem czynników podażowych.

Średnia cena ropy Brent w I kw. i na początku II kw. br. pozostała wysoka (ok. 108 USD/b, Wykres 1.20). Utrzymywanie się relatywnie wysokich cen tego surowca w ostatnich miesiącach związane

Wykres 1.20 Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

⁶ Dotychczas jedynie dwa banki centralne – Bank Szwecji w 2009 r. oraz Bank Danii w 2012 r. – zdecydowały się na obniżenie swojej stopy depozytowej poniżej zera. Doświadczenia tych banków centralnych wskazują, że obniżenie stopy depozytowej poniżej zera nie przełożyło się na istotne zmniejszenie depozytu lokowanego w banku centralnym, ani na obniżenie stóp depozytowych w bankach komercyjnych. Jednak równocześnie wprowadzenie ujemnej stopy depozytowej w Danii przyczyniło się do pojawienia się presji deprecjacyjnej dla korony duńskiej.

⁷ Instytucje finansowe będą mogły w trakcie dwóch pierwszych operacji we wrześniu i grudniu 2014 r. otrzymać w ramach *targeted LTRO* wsparcie w wysokości 7% wartości udzielonych przez tę instytucję kredytów, z wyjątkiem kredytów dla sektora publicznego, na dzień 30 kwietnia br. Od 2015 r. limit wsparcia w ramach *targeted LTRO* będzie odpowiadał trzykrotności wartości kredytów udzielonych przez daną instytucję finansową. Operacje *targeted LTRO* będą oprocentowane według stopy podstawowych operacji refinansujących powiększonej o 10 pb.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

było w znacznym stopniu ze zmianami warunków podaźowych, głównie w związku z konfliktami militarnymi w Iraku i Libii⁸. W kierunku spadku cen ropy oddziaływał natomiast dalszy szybki wzrost jej produkcji z łupków w Stanach Zjednoczonych oraz wciąż słaba aktywność gospodarcza na świecie, zwłaszcza w krajach wschodzących. Konflikt rosyjsko-ukraiński nie miał natomiast jak dotąd istotnego wpływu na ceny ropy naftowej.

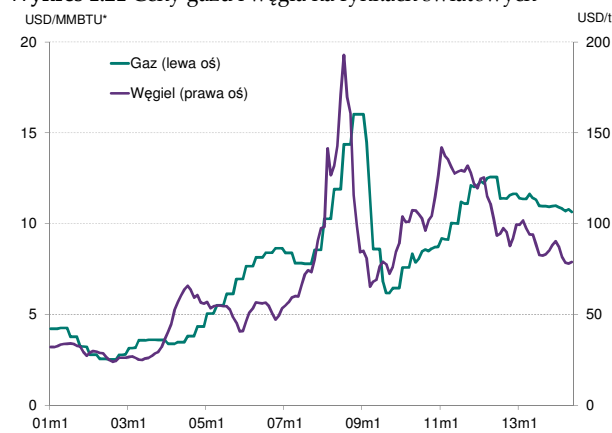
W pierwszych miesiącach br. ceny gazu pozostały względnie stabilne, a ceny węgla obniżyły się o 10% (Wykres 1.21)⁹. Do wyraźnego spadku cen węgla na tle stabilnych cen gazu przyczyniał się trwający proces przestawienia produkcji energii elektrycznej w Stanach Zjednoczonych z węgla na gaz w związku ze wzrostem produkcji gazu wydobywanego ze złóż łupkowych. W kierunku spadku cen węgla oddziaływał dodatkowo obniżony – ze względu na słabą koniunkturę gospodarczą – popyt ze strony krajów wschodzących, w tym głównie z Chin.

Indeks cen żywności na rynkach światowych w ostatnich miesiącach pozostawał stabilny (Wykres 1.22), przy czym zmiany cen poszczególnych surowców rolnych były różnokierunkowe. Choroby zwierząt w Stanach Zjednoczonych i Europie oraz niekorzystne warunki agrometeorologiczne w Brazylii oraz w Stanach Zjednoczonych przyczyniły się do wzrostu cen wieprzowiny, kawy, cukru i zamrożonego soku pomarańczowego. W kierunku wzrostu cen pszenicy oddziaływały przejściowo obawy o zmniejszenie podaży tego surowca w związku z kryzysem rosyjsko-ukraińskim. Równocześnie obniżyły się ceny mleka i wyrobów mlecznych, co było związane z osłabieniem popytu ze strony Rosji i Chin.

⁸ W niniejszym rozdziale dane przedstawione są w ujęciu miesięcznym, w związku z czym uwzględniono dane jedynie do końca maja br. Na skutek eskalacji konfliktu w Iraku ceny ropy Brent wzrosły do 114,8 USD/b w dn. 20 czerwca br.

⁹ Ze względu na brak dostępności danych o hurtowych cenach gazu w Polsce, ceny gazu prezentowane w niniejszym rozdziale odnoszą się do cen rosyjskiego gazu ziemnego w Niemczech.

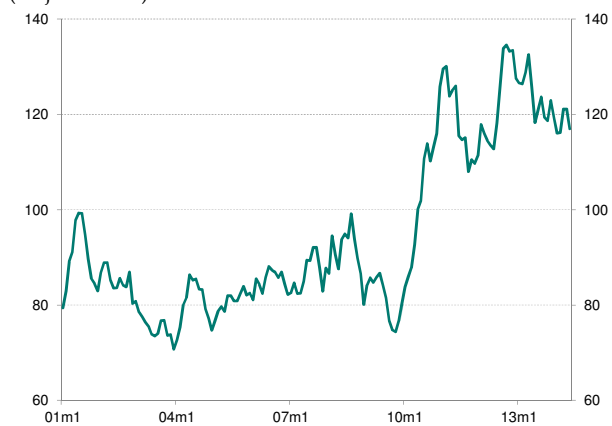
Wykres 1.21 Ceny gazu i węgla na rynkach światowych



Źródło: Dane MFW.

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

Wykres 1.22 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, odtuszczonego mleka w proszku, masła, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag wykorzystany w ICSR odzwiercudza strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych

2 Gospodarka krajowa

2.1 Procesy inflacyjne

2.1.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Od początku br. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce pozostawała na niskim poziomie, obniżając się w maju do 0,2% r/r (Wykres 2.1).

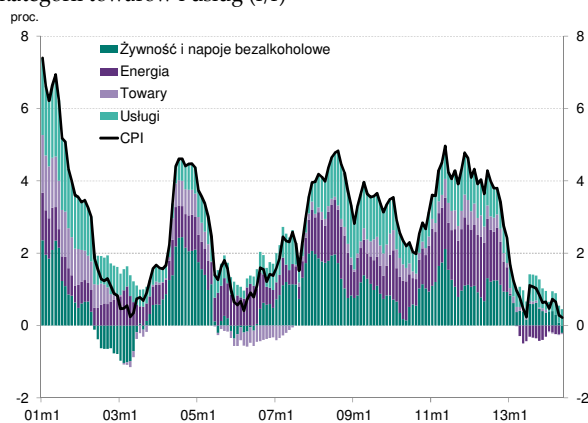
Niskiej inflacji sprzyjał spadek cen żywności, w tym przede wszystkim warzyw¹⁰, nadal ujemna, choć powoli rosnąca, dynamika cen energii, a także niska presja popytowa, na co wskazuje obniżenie się cen towarów nieżywnościowych i spowolnienie wzrostu cen usług (por. rozdz. 2.1.2 *Inflacja bazowa*)¹¹.

Nadal obniżające się – nieco wolniej niż w poprzednim kwartale – ceny produkcji sprzedanej przemysłu potwierdzają brak presji kosztowej w gospodarce (por. rozdz. 2.1.3 *Ceny produkcji sprzedanej przemysłu*).

2.1.2 Inflacja bazowa

Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżyła się większość miar inflacji bazowej (Wykres 2.2). Obniżeniu inflacji bazowej w analizowanym okresie sprzyjała niska presja popytowa i brak presji kosztowej w gospodarce, przy umiarkowanym wzroście wynagrodzeń.

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2.1 Średnioroczna dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (r/r)

	2010	2011	2012	2013	2014				
	średniorocznie				sty	lut	mar	kwi	maj
CPI (%)	2,6	4,3	3,7	0,9	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2
Żywność i napoje (pkt proc.)	0,7	1,3	1,0	0,5	0,4	0,4	0,3	0,1	-0,2
Energia (pkt proc.)	1,0	1,5	1,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0
Towary (pkt proc.)	0,3	0,5	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Usługi (pkt proc.)	0,6	1,0	0,9	0,6	0,3	0,5	0,6	0,5	0,5

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Ze względu na zaokrąglenia wkłady zmian cen poszczególnych kategorii towarów i usług do wskaźnika CPI mogą się nie sumować do całkowitej dynamiki cen konsumpcyjnych.

¹⁰ Spadek cen warzyw był następstwem korzystnych warunków agrometeorologicznych w kraju i w Europie (krótka, łagodna zima i wcześniejsze niż w ub.r. rozpoczęcie okresu wegetacyjnego, a w konsekwencji niższe koszty produkcji szklarniowej i niższe ceny importowanych warzyw).

¹¹ Do spadku cen energii przyczyniła się obniżka taryfy na energię elektryczną dla gospodarstw domowych przeprowadzona w styczniu br. Jednocześnie spadek cen energii ograniczała podwyżka taryfy na gaz ziemny dla gospodarstw domowych dokonana w styczniu br. oraz wzrost cen paliw w maju br. wynikający ze statystycznego efektu bazy związanego z silnym spadkiem ich cen w maju ub. r.

Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii spadł z 1,0% r/r w grudniu ub.r. do 0,8% r/r w maju br. Obniżenie się inflacji bazowej w tym okresie wynikało głównie ze spadku cen w większości grup towarowych¹². Nieznacznie obniżyła się też dynamika cen usług, na co złożył się jej spadek niemal we wszystkich grupach – największy w przypadku opłat za telewizję cyfrową i kablową oraz administrowanych cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania (Wykres 2.3)¹³.

2.1.3 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

W I kw. 2014 r. dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) pozostała ujemna i wyniosła -1,2% r/r (wobec -1,3% r/r w IV kw. ub.r. i -1,1% r/r w III kw. ub.r.), co wskazuje na braku presji kosztowej w gospodarce (Wykres 2.4)¹⁴.

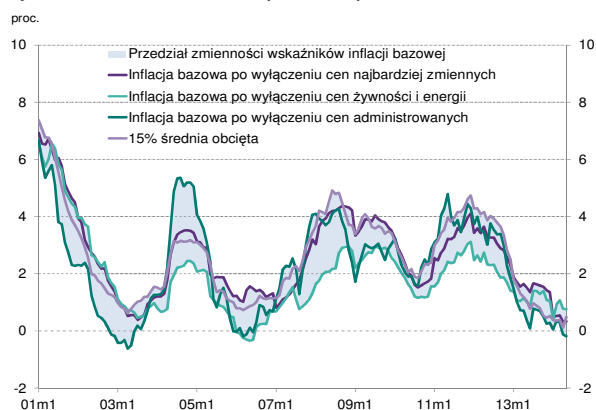
Kształtowaniu się PPI na niskim poziomie sprzyjała stabilizacja cen surowców przemysłowych i niska dynamika jednostkowych kosztów pracy w przemyśle.

Nieznaczna aprecjacja nominalnego efektywnego kursu złotego w ujęciu rocznym przyczyniła się do pogłębienia spadku cen producenta na rynku dóbr eksportowanych z -1,1% r/r w IV kw. ub.r. do -1,5% r/r w I kw. br. Spadek krajowego PPI spowolnił w tym okresie odpowiednio z -1,5% r/r do -1,2% r/r¹⁵.

2.1.4 Ceny importu

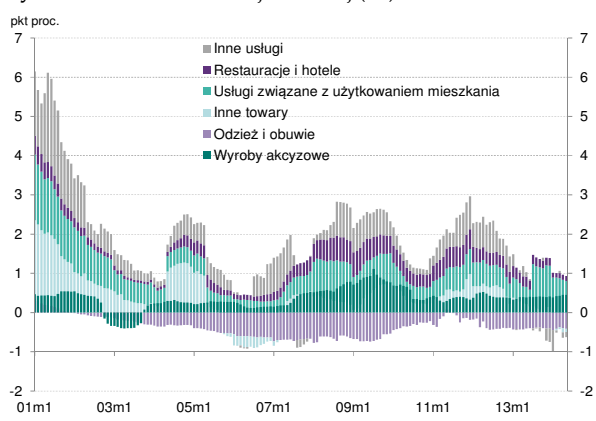
Spadek cen towarów importowanych wyrażonych w złotych – obserwowany od IV kw. 2012 r. – w IV kw. 2013 r. wyraźnie się pogłębił (Wykres 2.5). Ceny importu obniżyły się w IV kw. 2013 r.

Wykres 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



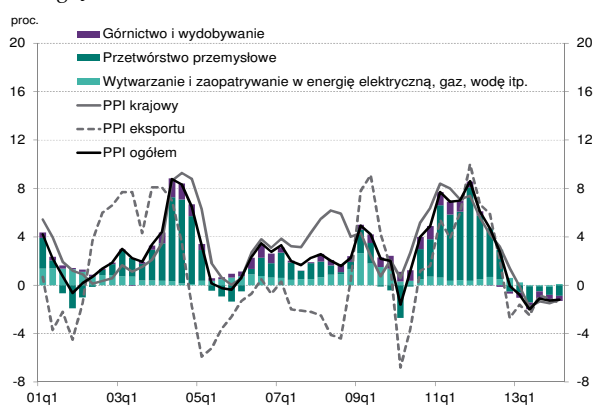
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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 oraz z wył. dóbr związanych z energią



Źródło: Dane GUS i Eurostat.

¹² Wyjątek stanowił wzrost dynamiki cen napojów alkoholowych związany z podwyżką na początku br. akcyzy na wyroby spirytusowe.

¹³ Spadek rocznej dynamiki opłat za telewizję cyfrową i kablową wynikał ze statystycznego efektu bazy związanego z podwyżką tych opłat w marcu i kwietniu ub.r. Natomiast spadek rocznej dynamiki administrowanych cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania wynikał głównie z obniżki w styczniu br. opłat za wywóz nieczystości.

¹⁴ W kwietniu br. PPI wzrósł do -0,7% r/r (wobec -1,3% r/r w poprzednim miesiącu), a w maju br. obniżył się do -1,0% r/r. W obu miesiącach decydujący wpływ na zmiany wskaźnika PPI miały zmiany dynamiki cen w przetwórstwie przemysłowym.

¹⁵ Według danych Eurostatu.

o 2,8% r/r (wobec spadku zaledwie o 0,1% r/r w poprzednim kwartale), tj. wróciły do niskiej dynamiki sprzed roku (-2,7% r/r).

Pogłębienie spadku cen importu było związane z obniżeniem się rocznej dynamiki cen towarów importowanych wyrażonych w dolarach (głównie paliw), przy silniejszym niż rok wcześniej kursie złotego.

2.1.5 Oczekiwania inflacyjne

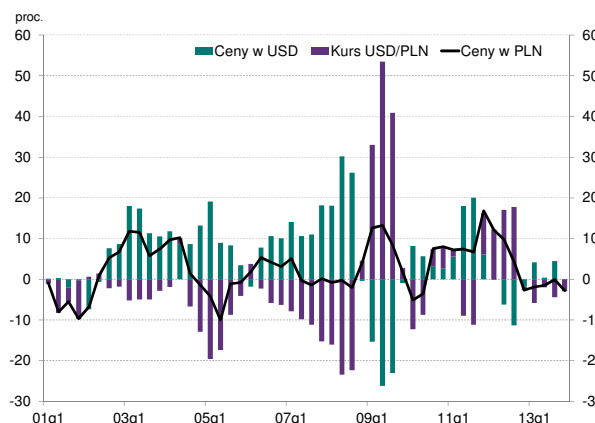
Oczekiwania analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy od pięciu kwartałów utrzymują się poniżej celu inflacyjnego. Od publikacji poprzedniego *Raportu* obniżyły się one z 2,3% do 2,0% w czerwcu br. (Wykres 2.6). Jednocześnie obniżyły się też prognozy analityków dotyczące inflacji średniorocznej w 2014 r. i 2015 r. – odpowiednio z 1,6% do 0,6% oraz z 2,5% do 1,9%, podczas gdy ich prognozy inflacji średniorocznej w 2016 r. pozostały na poziomie 2,5%.

Z kolei według Ankiety Makroekonomicznej NBP z marca br.¹⁶ mediana zagregowanej prognozy probabilistycznej na 2014 r. wynosi 1,2%, na 2015 r. 2,3%, a na 2016 r. 2,5% (Tabela 2.2)¹⁷.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy obniżyły się z 0,6% w I kw. br. do 0,2% w II kw. br.

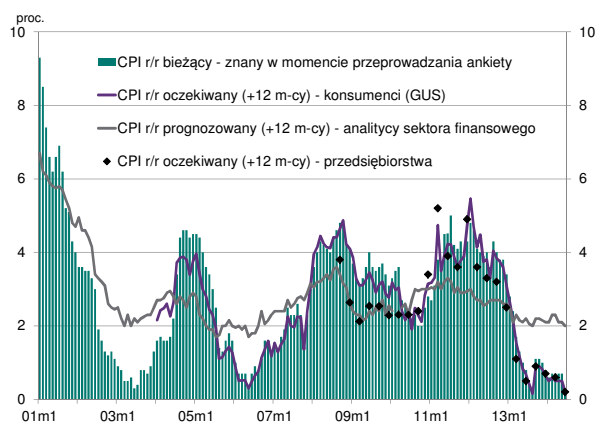
Wraz ze spadkiem inflacji obniżyły się też oczekiwania inflacyjne konsumentów. Od grudnia ub.r. do maja br. kształtowały się one w przedziale 0,6-0,5% r/r, a w czerwcu br. spadły do 0,2% r/r.

Wykres 2.5 Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: Dane Ipsos, GUS, Reuters, NBP.

Dla konsumentów i przedsiębiorstw – miara zobiektywizowana.

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

Horyzont	Mediana rozkładu zagregowanego	Przedział 50%	Przedział 90%	Prawdopodobieństwo przedziału 1,5-3,5%
2014	1,2	0,9 – 1,6	0,1 – 2,6	28%
2015	2,3	1,8 – 32,7	0,4 – 3,8	75%
2016	2,5	1,9 – 3,0	0,6 – 4,6	72%

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z marca 2014 r.

¹⁶ Ankieta Makroekonomiczna NBP jest przeprowadzana z częstotliwością kwartalną. Uczestniczą w niej eksperci z instytucji finansowych, ośrodków badawczych oraz organizacji pracodawców i pracobiorców. Ich prognozy są formułowane w kategoriach probabilistycznych, co pozwala uwzględnić różne scenariusze rozwoju sytuacji gospodarczej i ocenić stopień zgodności prognoz. Szczegółowe omówienie wyników ankiety – por. <http://amakro.nbp.pl>

¹⁷ Mediana zagregowanej prognozy probabilistycznej powstaje w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych ankietowanych ekspertów.

2.2 Popyt i produkcja

W I kw. 2014 r. wzrost gospodarczy w Polsce w ujęciu rocznym przyspieszył do 3,4% (Wykres 2.7, Tabela 2.3). W ujęciu kwartalnym dynamika PKB pozostała w I kw. br. na poziomie z IV kw. ub.r. i wyniosła 0,9% kw/kw (dane po usunięciu wpływu wahań sezonowych, szacunki NBP).

Wzrost rocznej dynamiki PKB w I kw. br. był związany przede wszystkim z dalszym przyspieszeniem popytu krajowego. W szczególności istotnie wzrosła dynamika inwestycji oraz – w mniejszym stopniu – dynamika konsumpcji. Wkład zapasów do wzrostu PKB był bliski zera, zaś wkład eksportu netto do PKB obniżył się, choć pozostał dodatni.

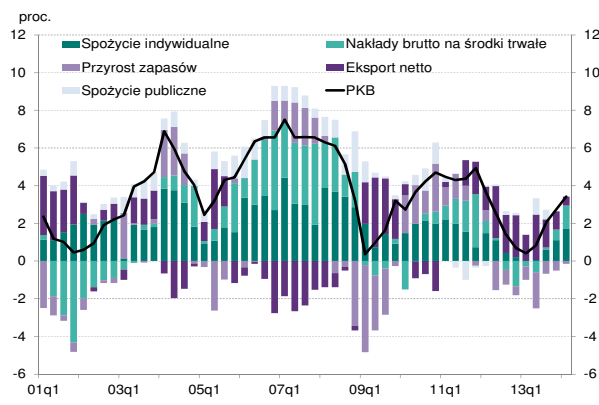
2.2.1 Popyt konsumpcyjny

W I kw. br. nastąpiło dalsze ożywienie popytu konsumpcyjnego. Dynamika spożycia indywidualnego wyniosła 2,6% r/r w I kw. br. wobec 2,1% r/r w IV kw. ub.r. (Wykres 2.8), pozostając poniżej wieloletniej średniej. Także w ujęciu kwartalnym spożycie indywidualne przyspieszyło w I kw. 2014 r. (do 1,2% kw/kw wobec 0,6% kw/kw w poprzednim kwartale; po usunięciu wpływu wahań sezonowych, szacunki NBP).

Na stopniowe ożywienie konsumpcji w I kw. 2014 r. wskazuje przyspieszenie dynamiki sprzedaży detalicznej w większości kategorii¹⁸.

Popyt konsumpcyjny w I kwartale 2014 r. był wspierany przez przyspieszenie dynamiki płac

Wykres 2.7 Wzrost PKB wraz z jego strukturą



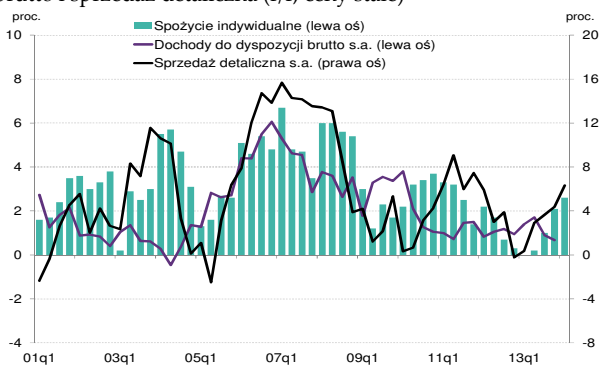
Źródło: Dane GUS.

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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013				2014
						q1	q2	q3	q4	q1
PKB (%)	5,1	1,6	3,9	4,5	1,9	0,5	0,8	1,9	2,7	3,4
Spożycie indywidualne (%)	5,7	2,1	3,2	2,6	1,2	0,0	0,2	1,0	2,1	2,6
Spożycie publiczne (%)	7,4	2,1	4,1	-1,7	0,2	-0,1	4,3	1,7	2,1	0,7
Nakłady brutto na środki trwałe (%)	9,6	-1,2	-0,4	8,5	-1,7	-2,1	-3,2	0,6	1,3	10,7
Przyrost zapasów (pkt proc.)	-1,1	-2,4	2,0	0,6	-0,6	-0,5	-2,0	-0,5	-0,7	-0,1
Eksport netto (pkt proc.)	-0,6	2,7	-0,7	0,9	2,0	1,3	2,5	1,4	1,5	0,5

Źródło: Dane GUS.

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

¹⁸ W kwietniu sprzedaż detaliczna dalej przyspieszała, do czego przyczynił się – zwłaszcza w kategorii żywność, napoje i wyroby tytoniowe – statystyczny efekt bazy związany z ruchomym terminem Świąt Wielkanocnych.

Ukazujące się co miesiąc dane o sprzedaży detalicznej dotyczą sprzedaży w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób. Natomiast dane o sprzedaży detalicznej ogółem (obejmującej także przedsiębiorstwa zatrudniające 9 osób i mniej) są publikowane tylko dla okresów rocznych. Z częstotliwością miesięczną dostępne są także dane o obrotach w handlu detalicznym, obejmującym pełną zbiorowość przedsiębiorstw. Dane te są jednak słabiej związane z wielkością konsumpcji niż dane o sprzedaży detalicznej. Stąd w Raporcie omawiane są miesięczne dane o sprzedaży detalicznej.

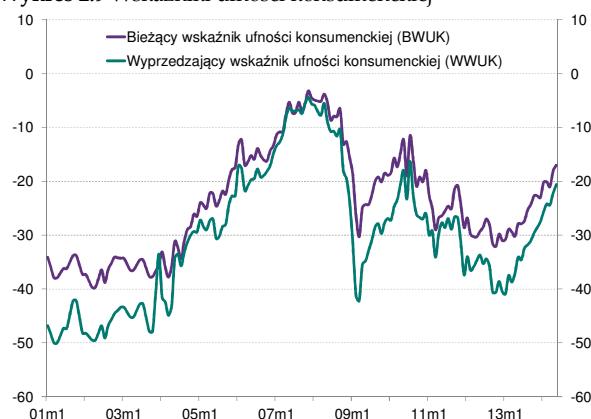
oraz wzrost zatrudnienia w gospodarce (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). W kierunku ożywienia spożycia oddziaływała także dalsza poprawa nastrojów konsumenckich (Wykres 2.9) oraz umiarkowane złagodzenie kryteriów przyznawania kredytów konsumpcyjnych przez banki. Jednocześnie tylko nieznaczny spadek stopy bezrobocia ograniczał wzrost popytu konsumpcyjnego.

2.2.2 Popyt inwestycyjny

W I kw. 2014 r. wzrost inwestycji w gospodarce przyspieszył. Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła 10,7% r/r wobec 2,0% r/r w IV kw. 2013 r. Dynamika inwestycji wzrosła również w ujęciu kwartalnym (do 3,9% kw/kw wobec 1,6% kw/kw w IV kw. 2013 r.; dynamika po usunięciu wpływu wahań sezonowych, szacunek NBP).

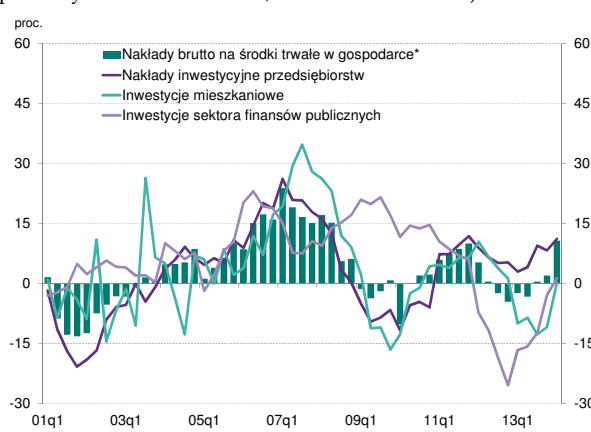
Na przyspieszenie wzrostu inwestycji w gospodarce w I kw. 2014 r.łożyło się wyhamowanie spadku dynamiki inwestycji mieszkaniowych oraz przyspieszenie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw, a także niewielki wzrost – po 2 latach spadku – inwestycji sektora finansów publicznych (Wykres 2.10)¹⁹. Wzrostowi inwestycji mieszkaniowych gospodarstw domowych sprzyjała poprawa ich sytuacji ekonomicznej przy pozostających na historycznie niskim poziomie stopach procentowych. Wzrost inwestycji mieszkaniowych wspierany był również przez uruchomienie rządowego programu „Mieszkanie dla Młodych”, a także sygnały ożywienia na rynku mieszkaniowym. Wobec dalszej stopniowej poprawy koniunktury zwiększył się także wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw.

Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

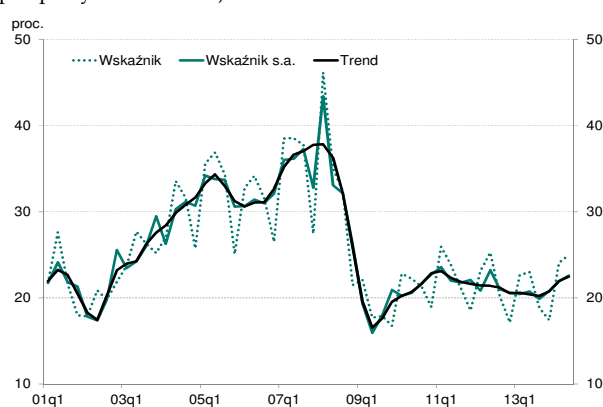
Wykres 2.10 Inwestycje w gospodarce (r/r, szacunek NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane)



Źródło: Szacunki NBP.

*Dane GUS (dane nieodsezonowane).

Wykres 2.11 Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału)



Źródło: Badania koniunktury NBP.

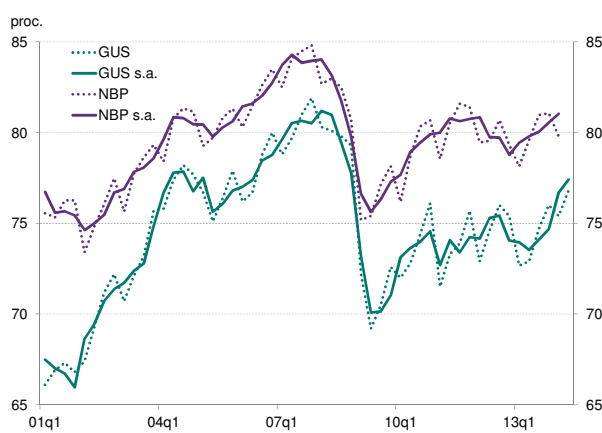
¹⁹ Również wyniki badania GUS F-01/I-01 potwierdzają przyspieszenie inwestycji przedsiębiorstw w I kw. 2014 r.. Wzrost dynamiki nakładów inwestycyjnych firm wynikał z silnego przyspieszenia inwestycji w środki transportu, do którego po części przyczynić się mogło przejściowe przywrócenie możliwości pełnego odliczenia podatku VAT od zakupu aut z homologacją ciężarową. Z kolei wzrost inwestycji w budynki i budowle oraz maszyny i urządzenia spowolnił.

W II kw. 2014 r. według badań koniunktury NBP przedsiębiorstwa przewidują dalsze przyspieszenie aktywności inwestycyjnej. Wskazuje na to w szczególności wzrost udziału przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji w perspektywie kwartału, przy czym udział ten jest nadal niższy od wieloletniej średniej (Wykres 2.11). O korzystnych perspektywach inwestycji może również świadczyć zwiększający się odsetek firm zapowiadających rozszerzenie skali wcześniej rozpoczętych inwestycji²⁰. Do wzrostu skłonności firm do inwestowania mogło przyczynić się rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych w warunkach utrzymującej się dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3 *Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw*; Wykres 2.12).

2.2.3 Popyt sektora finansów publicznych

W okresie styczeń-maj 2014 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 22,5 mld zł, a zatem był wyraźnie niższy niż w analogicznym okresie ub.r. (31,0 mld zł; Wykres 2.13). Tym samym deficyt osiągnął 47,3% wielkości planowanej na 2014 r., wobec 73,4% ostatecznego wykonania po maju 2013 r. Dochody ogółem budżetu państwa w okresie styczeń-maj br. były wyższe o 6,8% niż w analogicznym okresie ub.r., z czego dochody podatkowe wzrosły o 9,9% r/r. Szczególnie silny był wzrost wpływów z tytułu podatku VAT (wzrost o 18,0% r/r). Natomiast wydatki budżetu państwa były niższe niż przed rokiem (o 0,8%), do czego w znacznym stopniu przyczyniło się obniżenie kosztów obsługi długu. Wydatki na ten cel wyniosły 15,4 mld zł, wobec 19,3 mld zł w analogicznym okresie ub.r. Spadek ten był częściowo związany z przekazaniem obligacji Skarbu Państwa z OFE do ZUS, a następnie ich umorzeniem, a częściowo wynikał z innego niż w ub.r. harmonogramu obsługi długu publicznego.

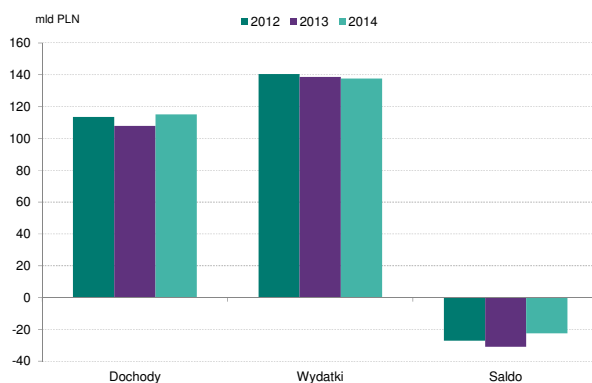
Wykres 2.12 Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP)



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

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

Wykres 2.13 Realizacja budżetu państwa w okresie styczeń-maj



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

²⁰ Oczekiwane ożywienie inwestycji firm jest również widoczne w dalszym wzroście salda planowanych zmian wielkości nakładów kwartalnych ogółem oraz we wzroście wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji.

W I kw. 2014 r. jednostki samorządu terytorialnego (JST) osiągnęły nadwyżkę w wysokości 9,6 mld zł, tj. o 1,7 mld zł wyższą niż w I kw. 2013 r. Na poprawę wyniku wpłynęła wysoka dynamika dochodów z udziałów w podatkach dochodowych oraz niskie tempo wzrostu wydatków bieżących (2,4%), w tym w szczególności na wynagrodzenia. Wyraźnie wzrosły natomiast wydatki majątkowe – o 17,5%. Zadłużenie jednostek samorządu wyniosło na koniec I kw. 2014 r. 68,6 mld zł i było nieco wyższe od poziomu na koniec 2013 r. (66,7 mld zł).

Poprawa salda nastąpiła także w przypadku Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. W przeciwieństwie do ubiegłego roku, FUS nie zwiększał swojego zadłużenia w pierwszych miesiącach br., co było związane z wyższą kwotą dotacji z budżetu państwa, a także dodatkowymi wpływami związanymi z przekazaniem aktywów OFE. Saldo Narodowego Funduszu Zdrowia było zbliżone do zeszłorocznego.

Program Konwergencji. Aktualizacja 2014 przewiduje osiągnięcie w 2014 r. jednorazowej nadwyżki sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA95 w wysokości 5,8% PKB związanej z operacją przekazania aktywów z OFE do ZUS²¹. Oprócz tego jednorazowego efektu, zmiany w systemie emerytalnym przyczynią się także do trwałego obniżenia deficytu finansów publicznych poprzez spadek kosztów obsługi długu oraz wzrost dochodów ze składek emerytalnych w związku z wyjściem części ubezpieczonych z OFE. W połączeniu z planowanym utrzymaniem do 2015 r. zamrożenia płac w sferze budżetowej oraz postępującym ożywieniem gospodarczym powinno to pozwolić na obniżenie deficytu finansów publicznych poniżej 3% PKB w 2015 r., zgodnie z wymogami procedury nadmiernego deficytu, którą Polska jest objęta.

²¹ Od jesieni 2014 r. obowiązywać będzie jednak nowy system rachunków narodowych – ESA2010 – w którym operacja ta nie będzie wpływała na saldo sektora.

2.2.4 Eksport i import

W I kw. 2014 r. przyspieszył wzrost wolumenu eksportu (do 6,4% r/r wobec 5,6% r/r w IV kw. 2013 r.; Wykres 2.14)²². Towarzyszył temu wzrost dynamiki importu (do 4,6% r/r wobec 2,2% r/r w IV kw. 2013 r.).

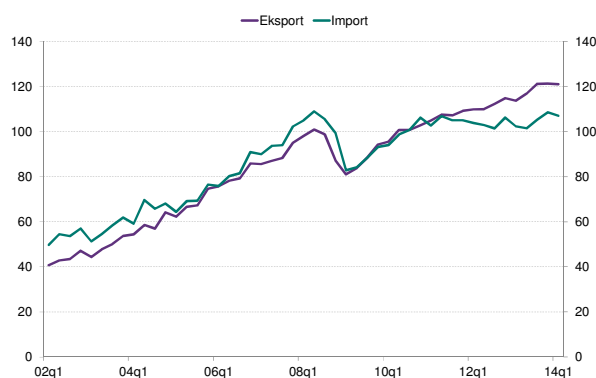
Wzrost dynamiki eksportu w I kw. 2014 r. miał miejsce pomimo silnego spadku dynamiki sprzedaży zagranicznej do krajów spoza UE (-3,4% r/r wobec 7,6% r/r w IV kw. ub.r.) i wynikał ze znacznego przyspieszenia eksportu do strefy euro (do 10,3% r/r z 4,9% r/r w IV kw. 2013 r.) i pozostałych krajów UE (do 9,0% r/r z 5,6% r/r w IV kw. 2013 r.).

Na wzrost dynamiki eksportu do strefy euro złożyło się przyspieszenie sprzedaży wszystkich grup dóbr, wspieranej przez kontynuację ożywienia aktywności gospodarczej w tej grupie krajów.

Z kolei do spadku eksportu do krajów spoza UE w znacznym stopniu przyczyniło się ograniczenie sprzedaży polskich dóbr na Ukrainę i do Rosji²³. Spadek eksportu do tych krajów był związany z pogłębiającym się kryzysem politycznym oraz obniżeniem dynamiki aktywności gospodarczej i deprecjacją walut w obu krajach (por. Ramka 2. *Wpływ kryzysu rosyjsko-ukraińskiego na gospodarkę Polski*).

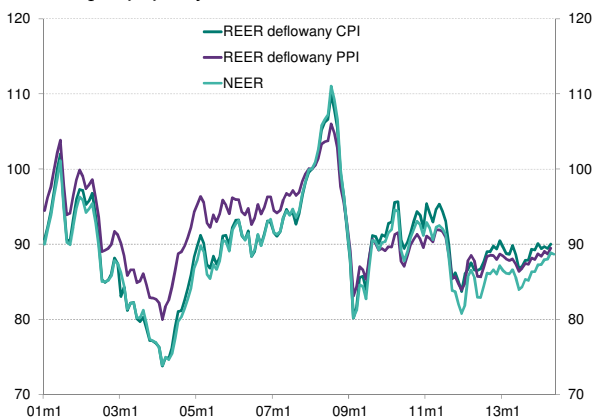
W I kw. 2014 r. wzrost importu przyspieszył. Do ożywienia w imporcie przyczyniła się przyspieszająca aktywność gospodarcza w kraju, która znalazła odzwierciedlenie we wzroście dynamiki przywozu dóbr pośrednich. Równocześnie w kierunku zwiększenia importu

Wykres 2.14 Wolumen polskiego eksportu i importu dóbr (2010=100)



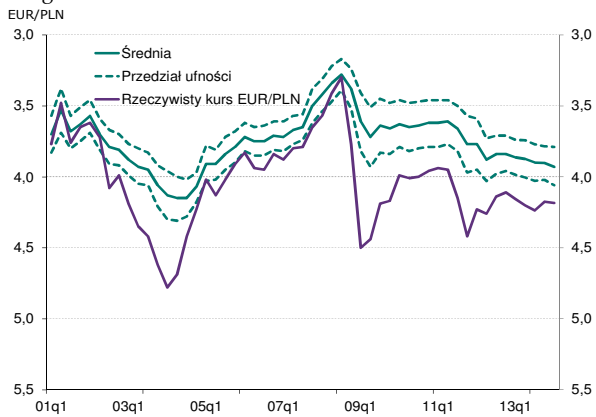
Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 2.15 Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100)



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.16 Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu oraz rzeczywisty kurs złotego wobec euro



Źródło: Dane i szacunki NBP.

²² Prezentowane w tekście głównym tego rozdziału dynamiki odnoszą się do zmian wolumenu handlu zagranicznego publikowanych przez Eurostat.

²³ Wskazują na to dane Eurostat odnoszące się do wielkości nominalnej handlu zagranicznego (w EUR). Dane Eurostat dotyczące wolumenu eksportu nie pozwalają na analizę wielkości wymiany handlowej z poszczególnymi partnerami handlowymi Polski. Według danych odnoszących się do wielkości nominalnej handlu zagranicznego, w I kw. 2014 r. wielkość eksportu na Ukrainę obniżyła się o 20,4% a do Rosji – o 6,9% r/r.

oddziaływał utrzymujący się wzrost – silnie importochłonnej – produkcji eksportowej.

W I kw. 2014 r. doszło do aprecjacji nominalnego efektywnego kursu złotego (Wykres 2.15). Pomimo umocnienia złotego, badania koniunktury NBP wskazują na utrzymanie się wysokiej konkurencyjności cenowej polskiego eksportu²⁴. Kurs rynkowy złotego wobec euro pozostał słabszy od deklarowanego przez przedsiębiorców kursu granicznego (Wykres 2.16)²⁵. Wysoka opłacalność eksportu znalazła też odzwierciedlenie w niskim odsetku przedsiębiorstw wskazujących kurs walutowy jako barierę rozwoju, a także zbliżonym do najniższego poziomu w historii badania udziale nieopłacalnego eksportu w przychodach ze sprzedaży zagranicznej.

Ramka 2: Wpływ kryzysu rosyjsko-ukraińskiego na gospodarkę Polski

Konflikt pomiędzy Rosją i Ukrainą przyczynił się do znaczącego ograniczenia napływu kapitału do obu krajów, silnego osłabienia kursów ich walut oraz znaczącego pogorszenia się ich sytuacji gospodarczej. Tempo wzrostu PKB na Ukrainie obniżyło się z 3,3% w IV kw. 2013 do -1,1% w I kw. 2014, a w Rosji z 2,0% do 0,9%. Prognozy konsensualne wskazują, że w 2014 r. PKB w Rosji wzrośnie o 0,7%, natomiast na Ukrainie obniży się o 4,1%²⁶. W kierunku przejściowego osłabienia tempa wzrostu gospodarczego na Ukrainie będą wpływały działania uzgodnione z MFW²⁷, które mają na celu przywrócenie długookresowej równowagi w gospodarce ukraińskiej, takie jak obniżenie deficytu sektora finansów publicznych oraz podwyższenie cen gazu. W Rosji w kierunku dalszego obniżenia wzrostu gospodarczego może oddziaływać ograniczenie spożycia zbiorowego i prywatnego na skutek wyhamowania wzrostu cen surowców energetycznych na rynkach światowych, trudności w finansowaniu potrzeb pożyczkowych rządu, a także podwyżki stóp procentowych dokonane przez Bank Rosji w marcu i kwietniu br.

Trudności gospodarcze Ukrainy i Rosji, pogłębione konfliktem pomiędzy oboma krajami, mogą wpływać na sytuację w gospodarkach państw, dla których Rosja i Ukraina są partnerami handlowymi, w tym na sytuację Polski. Skala tego wpływu była dotychczas stosunkowo niewielka. Na razie wydaje się, że sytuacja ta się nie

²⁴ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kwartale 2014 r. oraz prognoz koniunktury na II kwartał 2014 r., NBP

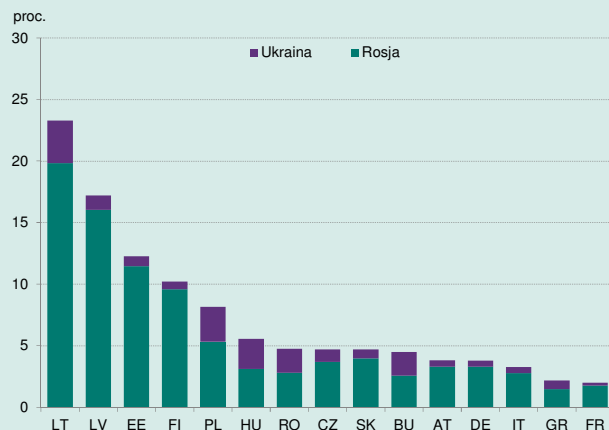
²⁵ Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach badań koniunktury NBP (Szybki Monitoring NBP). Pytanie ankiety: „Jaki jest progowy poziom kursu walutowego, przy którym eksport będzie (jest) nieopłacalny (w PLN)?”; Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kwartale 2014 r. oraz prognoz koniunktury na II kwartał 2014 r., NBP.

²⁶ Czerwcowa ankieta serwisu Bloomberg.

²⁷ 30 kwietnia 2014 r. MFW zdecydował o przyznaniu Ukrainie pożyczki w wysokości 17 mld USD. Pierwsza transza (3,2 mld) została wypłacona niezwłocznie po podjęciu decyzji, natomiast kolejne dwie zostaną wypłacone w dwumiesięcznych odstępach poprzedzonych oceną spełnienia kryteriów wymaganych przez MFW. Program naprawczy dla Ukrainy obejmuje następujące elementy: (i) utrzymanie płynnego kursu hrywny w celu odzyskania konkurencyjności oraz wprowadzenie bezpośredniego celu inflacyjnego w 2015 r., (ii) stabilizacja systemu finansowego, (iii) stopniowa redukcja deficytu sektora finansów publicznych (do ok. 3% PKB w 2016 r. z 5,2% prognozowanego na 2014 r.), (iv) eliminacja strat sektora energetycznego (m.in. poprzez podwyżki cen energii dla gospodarstw domowych) przy zastosowaniu jednoczesnej ochrony socjalnej dla najbardziej potrzebujących konsumentów, a także (v) zwiększenie przejrzystości procedur administracyjnych i poprawa warunków prowadzenia działalności gospodarczej.

zmieni, jeśli w skali międzynarodowej będą kontynuowane działania zmierzające w kierunku łagodzenia konfliktu ukraińsko-rosyjskiego.

Wykres R.2.1. Udział Rosji i Ukrainy w eksporcie wybranych krajów.

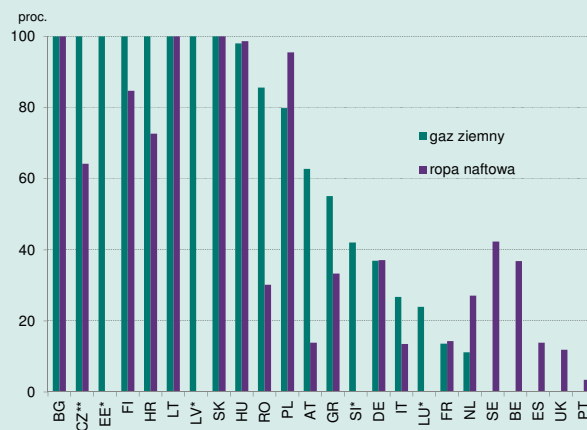


Źródło: Eurostat, Komisja Europejska.

*Brak lub bardzo ograniczone możliwości rafinacji ropy naftowej.

**Szacunek dla importu gazu z Rosji do Czech nie uwzględnia możliwości zastąpienia ok. ¼ importu gazu rosyjskiego gazem norweskim, w związku z podłączeniem do niemieckiej infrastruktury przesyłowej oraz podpisanym w 1997 r. porozumieniem o dostawach gazu ziemnego z Norwegii.

Wykres R.2.2. Udział gazu i ropy naftowej z Rosji w imporcie tych surowców w wybranych krajach europejskich.



Wpływ konfliktu rosyjsko-ukraińskiego na polski eksport

Pogorszenie koniunktury w Rosji i na Ukrainie może przyczynić się do ograniczenia dynamiki polskiego eksportu do tych krajów, w tym także pośrednio ze względu na udział Polski w międzynarodowych sieciach podaży, których finalne produkty są przekazywane na te rynki. Oceniając ryzyka związane z kryzysem rosyjsko-ukraińskim dla perspektyw polskiego eksportu należy uwzględnić następujące czynniki.

Mimo że Polska jest jednym z głównych europejskich eksporterów na rynek rosyjski i ukraiński (Wykres R.2.1), to udział Rosji i Ukrainy w naszym eksporcie jest stosunkowo niewielki (w 2013 r. wyniósł odpowiednio 5,3% i 2,8%²⁸). W efekcie, choć w pierwszych czterech miesiącach br. wartość polskiego eksportu do Rosji obniżyła się o 8,2% r/r, a na Ukrainę – o 26,3%, to wpłynęło to na obniżenie dynamiki eksportu ogółem Polski zaledwie o 1,2 pkt proc. Należy jednak podkreślić, że spadek eksportu do Rosji i na Ukrainę miał miejsce już w połowie ub.r., a więc jeszcze przed eskalacją kryzysu politycznego na Ukrainie.

W ostatnich latach w polskim eksporcie na Wschód silnie wzrósł udział dóbr trwałego użytku²⁹, popyt na które jest bardziej wrażliwy na zmiany cyklu koniunkturalnego. W pierwszych czterech miesiącach br. eksport dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku z Polski do Rosji obniżył się o 16,2% r/r, a na Ukrainę – o 25,4%. Z drugiej jednak strony, wzrost udziału tych dóbr w strukturze polskiego eksportu do Rosji ogranicza dotkliwość potencjalnych decyzji władz rosyjskich o ograniczeniu importu z Polski, ponieważ nie zdarzyło się do tej pory, aby Rosja objęła embargiem tego rodzaju dobra. Ponadto, chociaż wciąż 14% polskiego eksportu przypada na produkty rolno-spożywcze, w przypadku których ryzyko wprowadzenia kolejnego embarga jest największe, to jego wpływ na nasz eksport żywności powinien być łagodzony przez zniesienie obowiązującego od 2007 r. embarga na eksport polskiego mięsa na Ukrainę w czerwcu br. Czynnikiem potencjalnie zmniejszającym skalę

²⁸ Pomimo pewnego wzrostu eksportu do Rosji w ostatnich latach, udział tego kraju w polskim eksporcie pozostaje wyraźnie mniejszy niż w czasie kryzysu rosyjskiego w 1998 r. Przed załamaniem się eksportu w 1998 r. na Rosję przypadało ponad 8% wartości polskiego eksportu. Był to wówczas drugi po Niemczech najważniejszy kierunek eksportu, obecnie – piąty.

²⁹ Było to związane z przenoszeniem produkcji do Polski przez korporacje międzynarodowe w celu eksportu dóbr do krajów b. ZSRR, w tym zwłaszcza do Rosji. Największe znaczenie miało to dla firm specjalizujących się w produkcji dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, w tym głównie sprzętu AGD. Wartość eksportu dóbr konsumpcyjnych do Rosji wzrosła w ciągu ostatnich dziesięciu lat (2003-2013) przeszło dziesięciokrotnie.

wpływu sytuacji w Rosji i na Ukrainie na polski eksport jest także uczestnictwo naszych firm w międzynarodowych sieciach wytwórczych, co ułatwia przekierowanie części eksportu na inne rynki.

Wpływ konfliktu rosyjsko-ukraińskiego na inflację

Dotychczasowy wpływ konfliktu rosyjsko-ukraińskiego na inflację w Polsce dotyczył cen mięsa wieprzowego. Wprowadzenie przez Rosję w połowie lutego br. embarga na import polskiej wieprzowiny spowodowało spadek polskiego eksportu wieprzowiny do Rosji o 70,4% r/r w pierwszych czterech miesiącach br. W efekcie, ceny wieprzowiny w Polsce obniżyły się w marcu o 3,2% m/m³⁰. Jeśli chodzi o ropę naftową i gaz ziemny, to nie zaobserwowano wzrostu cen tych surowców z powodu kryzysu rosyjsko-ukraińskiego³¹. Nie widać także wpływu kryzysu ukraińsko-rosyjskiego na kurs złotego.

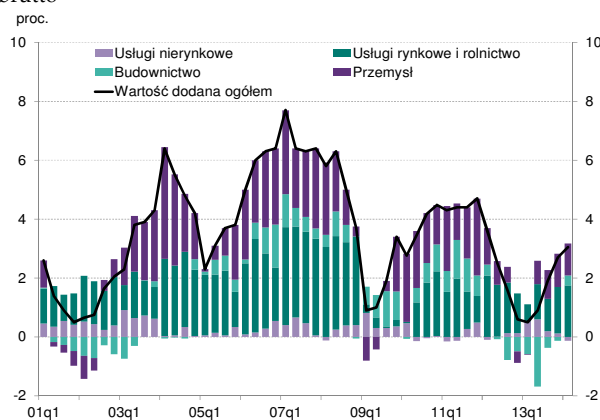
Należy jednocześnie podkreślić, że Polska jest jednym z krajów silnie uzależnionych od importu rosyjskiej ropy i gazu (Wykres R.2.2), a tym samym wrażliwych na ewentualne zakłócenia w ciągłości dostaw tych surowców. Wstrzymanie dostaw gazu ziemnego dla odbiorców ukraińskich w czerwcu br. nie miało wpływu na dostawy tych surowców do Polski³². Efekt ewentualnego ograniczenia dostaw powinien być neutralizowany przez wysokie zapasy gazu w Polsce oraz możliwości rekompensowania dostaw przez zakup surowców od innych dostawców, które dodatkowo wzrosną w 2015 r.³³

Jeśli nie nastąpi nieoczekiwane zaostrzenie się konfliktu pomiędzy Rosją i Ukrainą, jego wpływ na gospodarkę polską powinien być nadal ograniczony. Wyniki przy wykorzystaniu modelu NECMOD wskazują, że niższy wzrost gospodarczy w Rosji i na Ukrainie może się przełożyć poprzez kanał handlowy na obniżenie wzrostu krajowego PKB o 0,2 pkt proc. w latach 2014-2015 oraz spadek inflacji CPI o 0,2 pkt proc. w roku bieżącym i o 0,1 pkt proc. w 2015 r. Ostateczna skala wpływu kryzysu na Ukrainie i w Rosji na polską gospodarkę będzie jednak zależała od dalszego rozwoju konfliktu, a tym samym jest obciążona dużą niepewnością.

2.2.5 Produkcja

W I kw. 2014 r. roczna dynamika wartości dodanej brutto wzrosła do 3,0% w I kw. br. (wobec 2,7% w IV kw. ub.r.). Wzrost ten był przede wszystkim związany z – pierwszym od I kw. 2012 r. – zwiększeniem wartości dodanej w budownictwie, któremu towarzyszyło dalsze, choć nieco słabsze niż w ub. kwartale, przyspieszenie tempa wzrostu wartości dodanej w usługach i umiarkowany wzrost produkcji w przemyśle (Wykres 2.17)³⁴.

Wykres 2.17 Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³⁰ W kwietniu i maju ceny mięsa wieprzowego ponownie wzrosły, o 1,1% m/m i 0,9% m/m. Poprzez efekt substytucyjny, obniżyły się również ceny innych rodzajów mięsa. Ceny mięsa spadły w marcu o 0,8% m/m, a w kwietniu – o dalsze 0,2% m/m, jednak już w maju ponownie zaczęły rosnąć (o 0,3% m/m).

³¹ Korzystna sytuacja podażowa na światowym rynku gazu powinna oddziaływać w kierunku obniżenia cen gazu w trakcie renowacji kontraktu z Gazpromem w listopadzie 2014 r.

³² Wstrzymanie dostaw dotyczyło jedynie odbiorców ukraińskich, a gaz tranzytowy dla pozostałych odbiorców przez terytorium Ukrainy ma być dostarczany bez zakłóceń.

³³ Istnieje możliwość przeprowadzenia rewersowych dostaw gazu ziemnego z Czech i Niemiec oraz zwiększenie dostaw przez terytorium Białorusi. W 2015 r. zostanie oddany do użytku terminal LNG w Świnoujściu, w którym będzie można regazyfikować nawet do 5 mld m³ (wobec 10 mld m³ gazu ziemnego importowanego z Rosji).

³⁴ Informacje o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfelu zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu wpływu wahań sezonowych (obliczenia NBP).

Odzwiedleniem wzrostu wartości dodanej brutto w budownictwie było istotne przyspieszenie wzrostu produkcji budowlano-montażowej w I kw. 2014 r., czemu sprzyjała dość łagodna zima. Jednakże pewne spowolnienie dynamiki tej produkcji oraz dynamiki portfela zamówień w budownictwie w kwietniu i maju br. sugerują możliwe osłabienie ożywienia aktywności w tym sektorze (Wykres 2.18).

Również dane dotyczące przemysłu wskazują, że – po okresie poprawy koniunktury w tym sektorze – nastąpiło pewne osłabienie tempa ożywienia w I kw. oraz w kwietniu i maju br. Pomimo to dynamika produkcji sprzedanej przemysłu oraz wskaźnik PMI pozostały na poziomie wskazującym na wzrost aktywności w tym sektorze (Wykres 2.19).

Natomiast wyraźniej poprawiła się w I kw. br. koniunktura w sektorze usług. Dalszemu przyspieszeniu dynamiki sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*)³⁵ towarzyszył wzrost nominalnej dynamiki sprzedaży hurtowej do 5,7% r/r w I kw. 2014 r. (wobec 4,4% r/r w IV kw. ub.r.). Jednocześnie wzrost sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem nieco spowolnił i wyniósł 5,3% r/r w I kw. br. (wobec 8,1% w IV kw. ub.r.)³⁶.

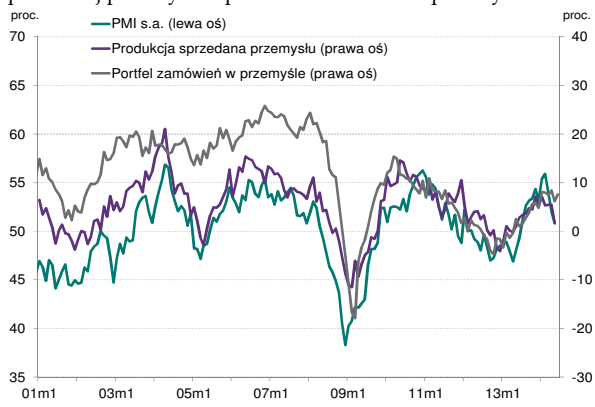
Większość wyprzedzających wskaźników koniunktury GUS – po okresie wzrostów – w I i II kw. 2014 r. nieco się obniżyła pozostając blisko wieloletniej średniej (Wykres 2.20). Wskazuje to na wyhamowanie poprawy oceny przedsiębiorstw dotyczące przyszłej sytuacji gospodarczej.

Wykres 2.18 Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie



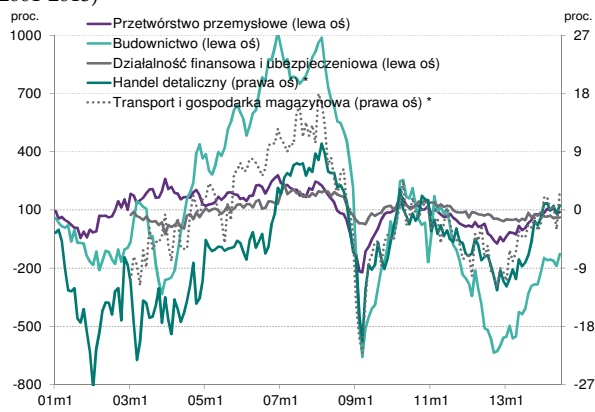
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP (dane odsezonowane).

Wykres 2.19 Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle



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

Wykres 2.20 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.

³⁵ Miesięczne dane o sprzedaży detalicznej nie w pełni odzwierciedlają dynamikę zmian sprzedaży detalicznej ogółem. Por. przypis 18.

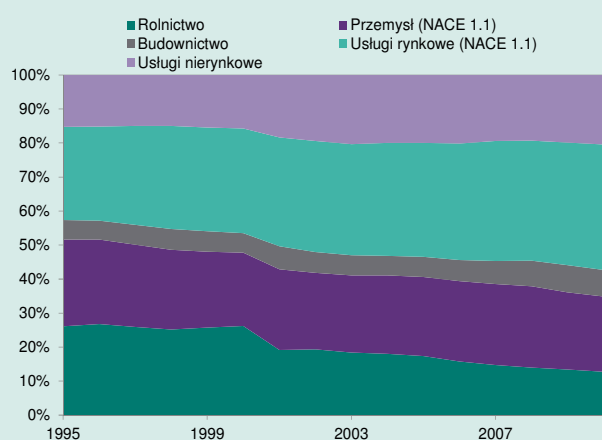
³⁶ Wzrost sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem w I kw. 2014 r. był wyższy niż w 2013 r. (3,0 % r/r) i 2012 r. (4,3% r/r).

Ramka 3: Rola usług rynkowych w procesach rozwojowych polskiej gospodarki

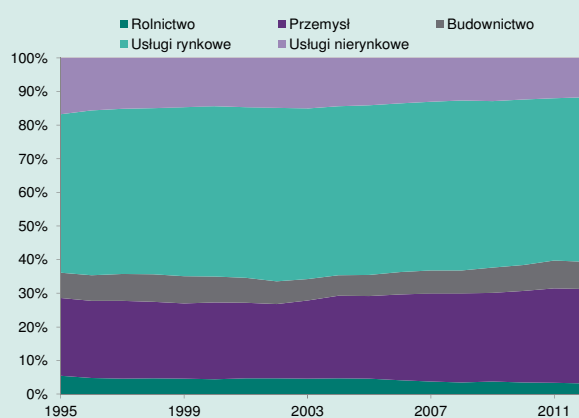
(Synteza analiz i wniosków na podstawie przygotowanego przez IE NBP raportu „Rola usług rynkowych w procesach rozwojowych gospodarki Polski”)³⁷

W ostatnich dwóch dekadach następuje w Polsce stopniowa realokacja miejsc pracy z przemysłu do sektora usług rynkowych. Tendencję tę ilustruje wzrost udziału zatrudnienia w usługach z 27,4% w 1995 r. do 37,1% w 2012 r. (Wykres R.3.1), jakkolwiek towarzyszy temu znacznie wolniejszy wzrost udziału sektora usług w tworzeniu wartości dodanej ogółem (z 47,1% w 1995 r. do 48,9% w 2012 r.; Wykres R.3.2). Relatywny wzrost znaczenia sektora usług jest naturalną tendencją w procesie rozwoju gospodarczego. Podobnie jak stało się to w wielu innych krajach, także w Polsce tendencja ta przyniesie stopniowe obniżanie się tempa wzrostu gospodarczego i zmniejszanie się amplitudy wahań koniunkturalnych.

Wykres R.3.1. Struktura sektorowa zatrudnienia w Polsce



Wykres R.3.2. Struktura sektorowa wytwarzania wartości dodanej w Polsce.



Źródło: Eurostat.

Wzrost znaczenia sektora usług a produktywność pracy w polskiej gospodarce

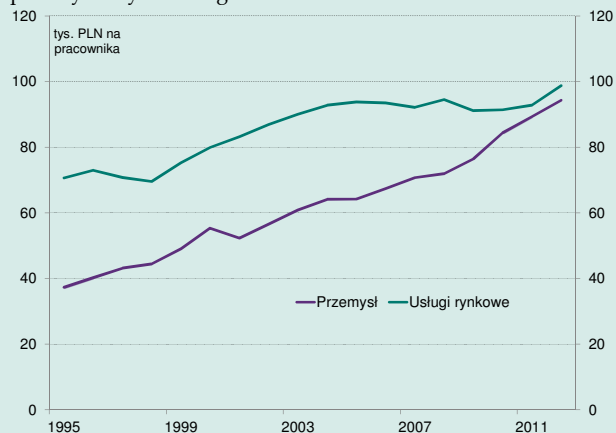
Powolny wzrost udziału sektora usług w tworzeniu wartości dodanej – pomimo relatywnie szybszego wzrostu jego udziału we wzroście zatrudnienia – wynika ze znacznie wolniejszego w sektorze usług tempa wzrostu produktywności pracy³⁸ (Wykres R.3.3). Sytuacja tego rodzaju jest typowa w skali międzynarodowej. Tym, co jest na razie nietypowe w polskiej gospodarce w porównaniu do krajów wysoko rozwiniętych, jest wciąż wyższy poziom produktywności w sektorze usług niż w przemyśle, co jest konsekwencją wyższego wyjściowego poziomu technicznego uzbrojenia pracy oraz wyższej początkowo całkowitej produktywności czynników wytwórczych (*total factor productivity*, TFP). Z czasem jednak sytuacja pod tym względem upodobni się w Polsce do sytuacji w krajach rozwiniętych, ponieważ w ostatnich dwóch dekadach tempo wzrostu TFP i technicznego uzbrojenia pracy w przemyśle było wyraźnie szybsze niż w usługach.

Obie tendencje – stosunkowo szybkiego wzrostu udziału usług w ogólnym zatrudnieniu i relatywnie niskiego tempa wzrostu wydajności w tym sektorze – są naturalną konsekwencją rozwoju gospodarczego. Dlatego przełożą się z czasem – podobnie jak w innych krajach – na obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce. Czynnikiem spowalniającym ten proces powinien być wzrost udziału innowacyjnych produktów w polskim sektorze usługowym, co może oddziaływać w kierunku przyspieszenia wzrostu produktywności w sektorze.

³⁷ Ramka opiera się na danych z lat 1995-2012. Dane dla sektora usług nie uwzględniają budownictwa, usług nierynkowych (administracja publiczna i obrona narodowa, edukacja, opieka zdrowotna i pomoc społeczna) oraz działalności finansowej i ubezpieczeniowej – ze względu na ich znacznie większą cykliczność i silną odrębność długofalowych tendencji wzrostowych w stosunku do pozostałych rodzajów usług. Bardziej szczegółowe wyniki badania znaleźć można w opracowaniu Instytutu Ekonomicznego NBP pt. Rola usług rynkowych w procesach rozwojowych gospodarki Polski.

³⁸ Produktywność pracy – wartość dodana wytworzona przez jednego pracownika.

Wykres R.3.3. Produktyność pracy w sektorze przemysłowym i usługach



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Eurostat.

Wzrost znaczenia sektora usług a cykl koniunkturalny

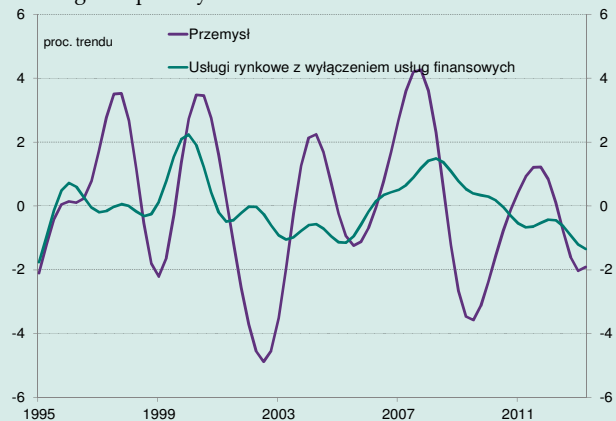
Korzystną konsekwencją rozwoju usług rynkowych jest ich stabilizujący wpływ na cykl koniunkturalny. Zarówno wartość dodana, jak i zatrudnienie w usługach rynkowych charakteryzują się fluktuacjami cyklicznymi o mniejszej amplitudzie i częstotliwości niż w przypadku przemysłu, co oznacza, że są one względnie dłuższe i łagodniejsze (Wykres R.3.4, Wykres R.3.5).

Przyczyną mniejszej amplitudy wahań koniunkturalnych w sektorze usług rynkowych – w porównaniu do przemysłu – jest bardziej zróżnicowana struktura popytu na usługi i jego relatywnie mniejsza wrażliwość na wahania koniunktury.

W przypadku przemysłu jego większa wrażliwość na wahania koniunktury wynika stąd, że popyt na wytwarzanie przez przemysł dobra produkcyjne i zaopatrzeniowe zmienia się w cyklu koniunkturalnym. Podobnie jest w przypadku dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku, których zakupy mogą być odłożone w czasie.

Za większą cykliczność produkcji przemysłowej, w porównaniu do usług, odpowiada również w części większy udział eksportu w przemyśle³⁹. Mniejsza podatność usług na wahania cykliczne wynika prawdopodobnie także ze skłonności gospodarstw domowych do wygładzania konsumpcji, a także względnie słabo uzależniony od cyklu koniunkturalnego popyt na usługi pomocnicze⁴⁰, które z perspektywy firmy postrzegane są jako koszty stałe.

Wykres R.3.4. Komponenty cykliczne PKB* i wartości dodanej w usługach i przemyśle

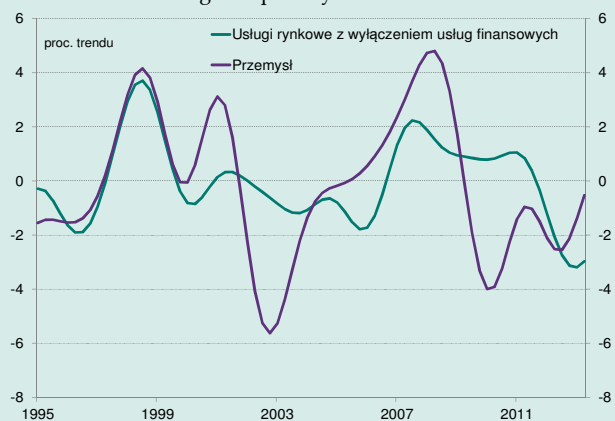


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

*Relacja komponentu cyklicznego do trendu wyznaczonego na podstawie filtru pasmowo-przepustowego Christiano-Fitzgeralda.

Zachodzący w polskiej gospodarce proces zwiększania się roli sektora usług we wzroście zatrudnienia i tworzeniu wartości dodanej będzie zatem prowadził do stopniowego obniżenia się długookresowego tempa wzrostu gospodarczego i zmniejszenia się skali jego cykliczności.

Wykres R.3.5. Komponenty cykliczne PKB* i wielkości zatrudnienia w usługach i przemyśle



³⁹ W przypadku Polski szoki popytowe, pochodzące m.in. ze strefy euro, mają znaczący wpływ na kształtowanie się cyklu koniunkturalnego – szczególnie silnie zsynchronizowane są wahania aktywności o 3-letniej długości cyklu, które są charakterystyczne dla sektora przemysłowego.

⁴⁰ Np. koszty utrzymania powierzchni biurowej, ochrony itp.

2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

W IV kw. 2013 r. i I kw. 2014 r. sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw pozostała dobra.

W IV kw. 2013 r. wynik finansowy firm zwiększył się wobec analogicznego okresu poprzedniego roku, co było efektem poprawy wyniku niezwiązanego z podstawową działalnością operacyjną firm, w tym mniejszych strat na zbyciu i aktualizacji wartości aktywów trwałych i inwestycji (Wykres 2.21)⁴¹. Z kolei zysk na sprzedaży firm obniżył się. Spadek wyniku na sprzedaży dotyczył przede wszystkim energetyki, gdzie do jego pogorszenia przyczynił się niski popyt na energię w związku z relatywnie łagodną zimą. Równocześnie w przypadku części branż – w szczególności przetwórstwa przemysłowego i handlu – zysk na sprzedaży wzrósł.

Wraz z poprawą wyniku finansowego wyraźnie wzrósł wskaźnik rentowności obrotu netto w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku oraz zwiększył się odsetek firm rentownych (Tabela 2.4). Jednocześnie – wobec spadku wyniku na sprzedaży – wskaźnik rentowności sprzedaży obniżył się i ukształtował poniżej wieloletniej średniej.

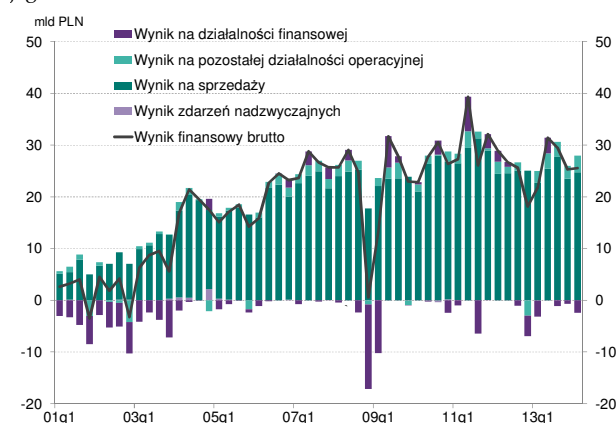
Dane za I kw. 2014 r. wskazują na dalszą poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Wynik finansowy brutto firm wzrósł wobec analogicznego okresu poprzedniego roku, na co złożyły się korzystniejsze wyniki we wszystkich obszarach działalności przedsiębiorstw⁴². Największy wkład do wzrostu zysku brutto miało zwiększenie się zysku ze sprzedaży, następujące w warunkach wzrostu sprzedaży krajowej jak i

Tabela 2.4 Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw

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

Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.21 Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



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

⁴¹ Równocześnie wynik finansowy firm w IV kw. 2013 r. pogorszył się wobec III kw. ub.r., co wynikało głównie z obniżenia zysku na sprzedaży.

⁴² Wyniki finansowy brutto w I kw. 2014 r. był zbliżony do notowanego w IV kw. ub.r.

zagranicznej⁴³. W kierunku poprawy wyników przedsiębiorstw oddziaływało także ograniczenie strat na różnicach kursowych. Wzrostowi wyników przedsiębiorstw towarzyszyła poprawa rentowności sprzedaży oraz obrotu netto wobec I kw. 2013 r.

Sytuacja płynnościowa firm w IV kw. 2013 r. i I kw. 2014 r. pozostała dobra, na co wskazuje niewielki wzrost wskaźnika płynności I stopnia w ujęciu rocznym oraz obniżenie się udziału przedsiębiorstw wskazujących płynność lub zatory płatnicze jako bariery rozwoju⁴⁴.

2.4 Rynek pracy

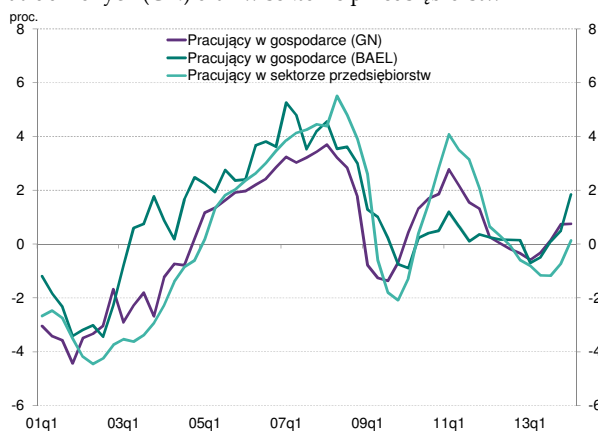
2.4.1 Zatrudnienie i bezrobocie

W I kw. 2014 r. ożywieniu aktywności gospodarczej towarzyszyła stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy.

Według danych BAEL w I kw. 2014 r. wzrost liczby pracujących przyspieszył do 1,8% r/r (wobec 0,5% r/r w IV kw. 2013 r.). Do wzrostu liczby pracujących w gospodarce w największym stopniu przyczynił się wzrost liczby pracujących w usługach, który – wraz z poprawą koniunktury w tym sektorze – przyspieszył (do 2,1% r/r z 0,9% r/r w IV kw. 2013 r.). Szybciej niż w poprzednim kwartale rosła również liczba pracujących w przemyśle (o 2,5% r/r wobec wzrostu o 1,1% r/r w IV kw. ub.r.). Jednocześnie spowolnił spadek liczby pracujących w rolnictwie (do -1,0% r/r z -3,0% r/r w IV kw. 2013 r.).

W I kw. 2014 r. – po raz pierwszy od ponad roku – zwiększyło się też nieznacznie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (o 0,1% r/r wobec spadku

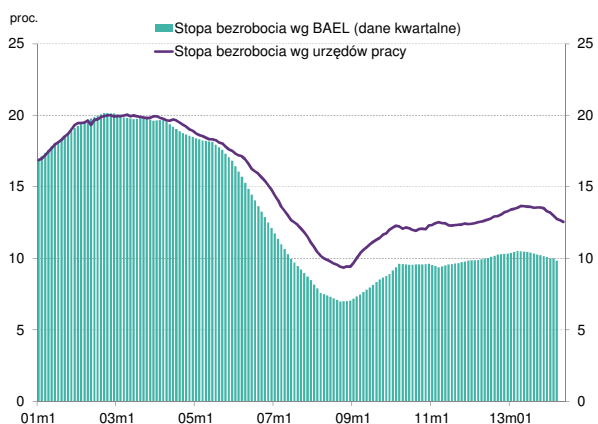
Wykres 2.22 Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL* i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw



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 2.23 Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL



Źródło: Dane GUS (dane odsezonowane).

⁴³ Wzrost sprzedaży krajowej przyspieszył w relacji do IV kw. 2013 r. (do 3,1% r/r wobec 1,6% r/r), podczas gdy sprzedaż zagraniczna nieco spowolniła (do 3,6% r/r z 4,6% r/r).

⁴⁴ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2014 r. oraz prognoz na II kw. 2014 r., NBP.

o 0,8% r/r w IV kw. 2013 r.)⁴⁵. Badania ankietowe NBP wskazują, że wzrost ten może się utrzymać w II kw. 2014 r. W szczególności wskaźnik prognoz zatrudnienia pozostał dodatni, co oznacza utrzymanie się przewagi firm planujących zwiększenie zatrudnienia nad przedsiębiorstwami przewidującymi jego ograniczenie⁴⁶. Jednak poprawa tego wskaźnika – wyraźna w okresie I kw. br. – w II kw. 2014 r. wyhamowała.

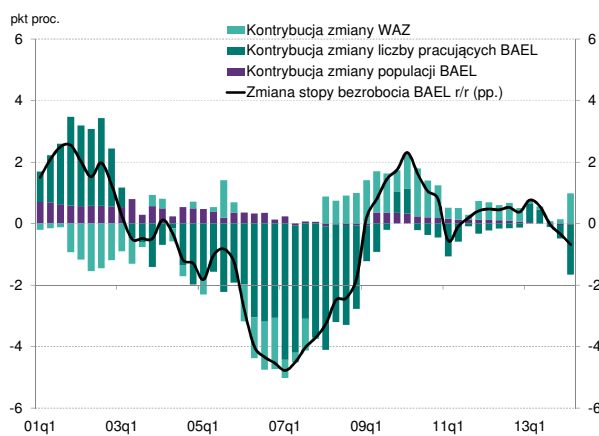
W I kw. 2014 r. stopa bezrobocia według BAEL wyniosła po usunięciu wahań sezonowych 9,8% i była wyraźnie niższa niż w poprzednim kwartale (10,1%; Wykres 2.23). Również w ujęciu rocznym stopa bezrobocia wg BAEL obniżyła się, pomimo istotnego wzrostu podaży pracy (Wykres 2.24). Do zwiększenia podaży pracy przyczyniał się wzrost współczynnika aktywności zawodowej wśród kobiet w wieku 15-34 lata oraz osób w wieku przedemerytalnym (45-59/64 lata).

Dane z urzędów pracy także wskazują na dalsze stopniowe obniżanie się bezrobocia w ostatnich miesiącach. W kwietniu 2014 r. stopa bezrobocia rejestrowanego po usunięciu wahań sezonowych wyniosła 12,7% (wobec 13,2% w styczniu br.)⁴⁷. Równocześnie zgodnie z szacunkami NBP, w I kw. 2014 r. wyraźnie obniżyło się prawdopodobieństwo utraty pracy, a prawdopodobieństwo znalezienia pracy powoli wzrastało.

2.4.2 Płace i wydajność pracy

W I kw. 2014 r. wzrost wynagrodzeń w gospodarce i sektorze przedsiębiorstw nieco przyspieszył. Równocześnie obniżyła się dynamika wydajności pracy. W efekcie nieznacznie wzrosła dynamika

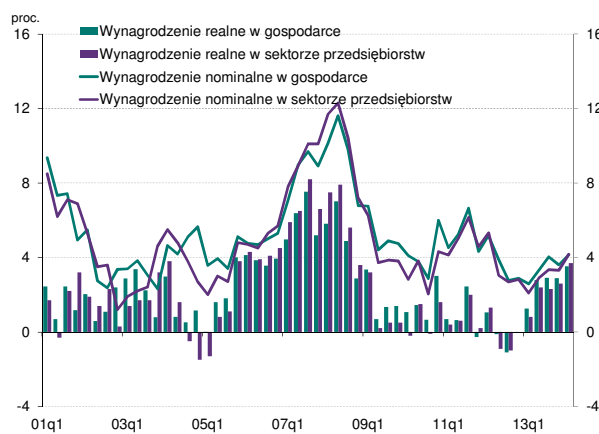
Wykres 2.24 Dekompozycja zmian stopy bezrobocia w ujęciu r/r według danych BAEL



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Zmiany stopy bezrobocia można zdekomponować na zmiany wynikające ze: 1) zmian wielkości populacji w wieku produkcyjnym (na Wykresie: zmiany populacji BAEL), 2) zmian aktywności zawodowej osób w wieku produkcyjnym (zmiany współczynnika aktywności zawodowej, WAZ), 3) zmian popytu na pracę (zmiany liczby pracujących BAEL). Zmiany populacji BAEL mogą wynikać z trendów demograficznych oraz migracji.

Wykres 2.25 Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



Źródło: Dane GUS.

⁴⁵ Zarówno w kwietniu jak i maju 2014 r. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 0,7% r/r.

⁴⁶ Dotyczy wskaźnika po usunięciu wpływu wahań sezonowych. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2014*, NBP.

⁴⁷ Według szacunków MPiPS w maju 2014 r. stopa bezrobocia rejestrowanego po usunięciu wahań sezonowych obniżyła się do 12,6%. 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.

jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, pozostając jednak na umiarkowanym poziomie.

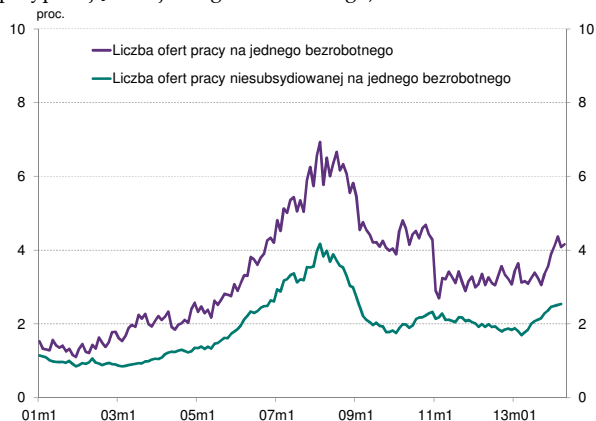
Towarzyszący ożywieniu aktywności gospodarczej wzrost popytu na pracę przyczynił się do przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń w gospodarce, w tym w sektorze przedsiębiorstw w I kw. 2014 r. Dynamiki wynagrodzeń w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw wyniosły 4,2% r/r (wobec odpowiednio 3,6% r/r i 3,3% r/r w IV kw. 2013 r.; Wykres 2.25)⁴⁸.

W I kw. 2014 r. szybszemu wzrostowi wynagrodzeń towarzyszyło zwiększenie się indeksu napięć na rynku pracy (Wykres 2.26)⁴⁹. Utrzymujący się od roku wzrost tego indeksu sugeruje stopniowe ograniczanie przewagi pracodawców w negocjacjach płacowych z pracownikami. Dotychczas jednak - jak wskazują badania koniunktury NBP - nie wywarło to znacznego wpływu na plany przedsiębiorstw dotyczące podwyżek płac. Udział przedsiębiorstw planujących podwyżki płac w II kw. 2014 r. – choć wyższy niż przed rokiem – obniżył się nieznacznie w ujęciu kwartalnym. Jednocześnie średnia wysokość planowanej podwyżki pozostaje niewielka⁵⁰.

W I kw. 2014 r. dynamika liczby pracujących zwiększyła się silniej od dynamiki PKB, co skutkowało obniżeniem tempa wzrostu wydajności pracy. Wolniejszy wzrost wydajności pracy w warunkach przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń, przełożył się z kolei na wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy (Wykres 2.27).

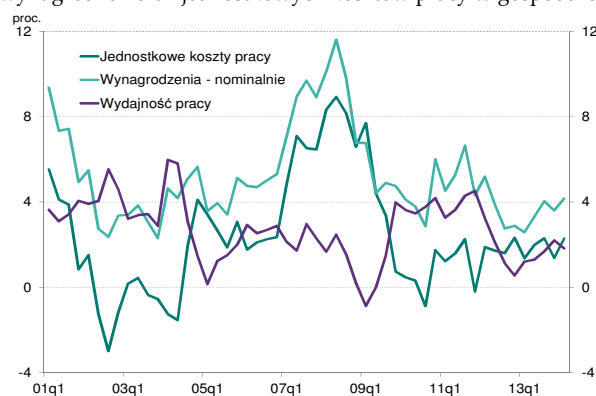
Z kolei miesięczne dane dotyczące przedsiębiorstw przemysłowych wskazują na utrzymujący się spadek jednostkowych kosztów pracy w tym

Wykres 2.26 Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego)



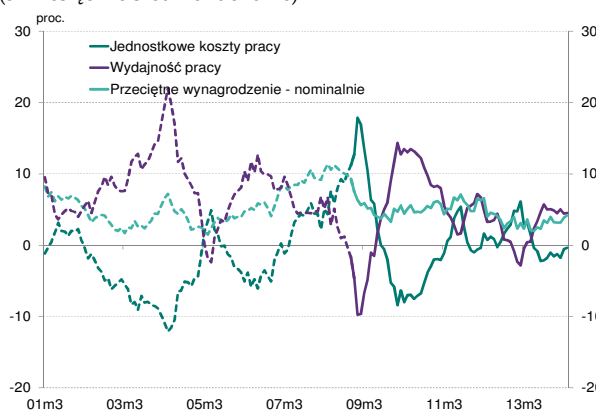
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.27 Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.28 Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle (3-miesięczne średnie ruchome)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁴⁸ Dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw w kwietniu i maju 2014 r. wyniosła odpowiednio 3,8% r/r i 4,8% r/r.

⁴⁹ Indeks napięć na rynku pracy liczony jest jako liczba ofert pracy niesubsydiowanej przypadających na jednego bezrobotnego.

⁵⁰ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2014, NBP.

sektorze w I kw. 2014 r., następujący w warunkach nadal szybszego wzrostu wydajności pracy niż wynagrodzeń (Wykres 2.28).

2.5 Rynki aktywów

W ostatnich miesiącach ceny polskich aktywów finansowych wzrosły, co było związane ze stopniowym ożywieniem gospodarczym w kraju, zmniejszaniem się nierównowagi zewnętrznej i poprawą oceny wiarygodności kredytowej Polski. Dodatkowo w kierunku wzrostu cen aktywów oddziaływało złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC. Stopniowa poprawa koniunktury sprzyjała również nasileniu się sygnałów ożywienia na rynku mieszkaniowym.

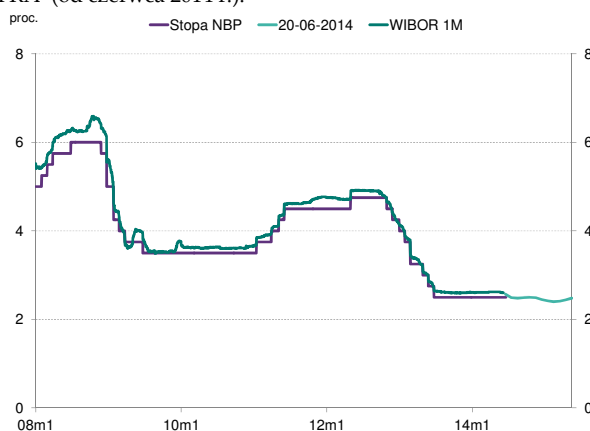
2.5.1 Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych NBP, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 2,50%. Obecnie większość uczestników rynku oczekuje stabilizacji stóp procentowych NBP w najbliższych kwartałach, choć część wskazuje również na możliwość ich obniżki (Wykres 2.29).

W ostatnich miesiącach rentowności polskich obligacji skarbowych obniżyły się (Wykres 2.30), podobnie jak w wielu innych krajach rozwijających się (por. 1.3 *Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą*). Sprzyjało temu złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC oraz obniżenie awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych.

Obniżeniu rentowności obligacji skarbowych sprzyjała również poprawa oceny ryzyka kredytowego Polski, odzwierciedlona w zawężeniu spreadów CDS. Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich obligacji skarbowych po okresie spadku obserwowanym od

Wykres 2.29 Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M (do czerwca 2014 r.) i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA (od czerwca 2014 r.).



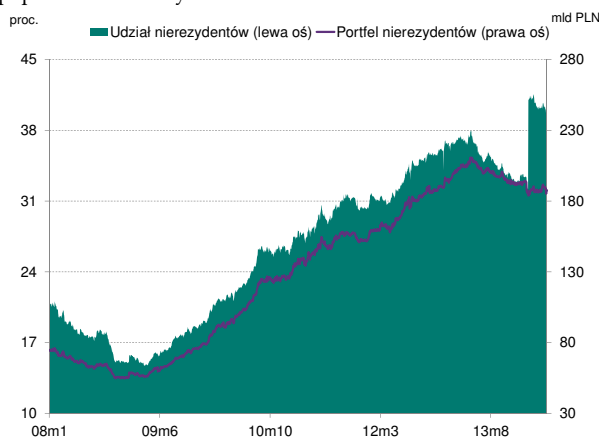
Źródło: Dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.30 Rentowność polskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.31 Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych



Źródło: Dane KDPW.

maja ub.r. ustabilizowało się⁵¹, pomimo kontynuacji przez Fed zmniejszania skali łagodzenia ilościowego oraz kryzysu politycznego na Ukrainie (Wykres 2.31).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* główne indeksy giełdowe w Polsce wzrosły (Wykres 2.32), czemu sprzyjały dobre wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw i stopniowe ożywienie gospodarcze w Polsce.

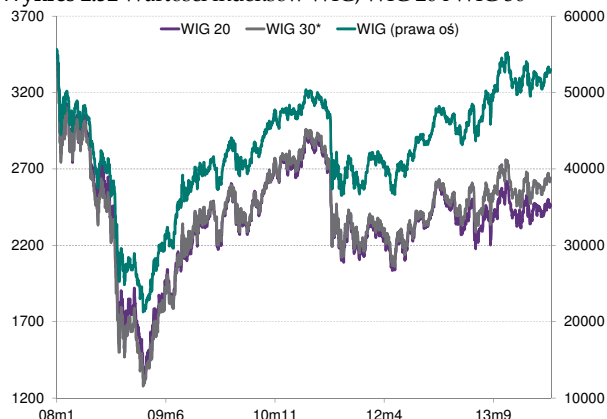
2.5.2 Kurs walutowy

W ostatnich miesiącach kurs złotego umocnił się w relacji do euro (Wykres 2.33). W kierunku aprecjacji złotego oddziaływała dalsza stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*) oraz zmniejszenie się nierównowagi zewnętrznej w ostatnich kwartałach (por. rozdz. 2.7. *Bilans płatniczy*), a także złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC (por. rozdz. 1.3 *Międzynarodowe rynki finansowe i polityka pieniężna za granicą*).

2.5.3 Ceny mieszkań⁵²

W I kwartale 2014 r. na rynku mieszkaniowym pojawiały się kolejne sygnały ożywienia. Liczba przeprowadzonych transakcji na rynku pierwotnym nadal rosła. Przyczynił się do tego wzrost popytu na mieszkania, któremu sprzyjało stopniowe ożywienie gospodarcze, niskie oprocentowanie złotych kredytów mieszkaniowych, a także uruchomienie nowego programu rządowego wspierającego sprzedaż

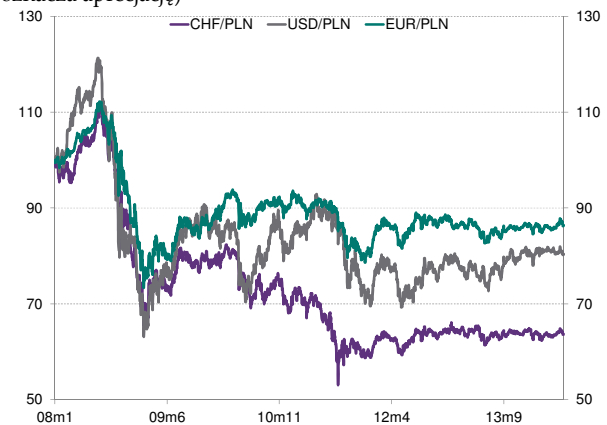
Wykres 2.32 Wartości indeksów WIG, WIG 20 i WIG 30



Źródło: Dane Bloomberg.

*Indeks WIG30 został wprowadzony 23 września 2013 r. W jego skład wchodzi 30 największych i najbardziej płynnych spółek Rynku Głównego GPW. Z końcem 2015 r. WIG30 zastąpi indeks WIG20, natomiast do tego czasu będą one notowane równolegle.

Wykres 2.33 Nominalny kurs złotego (styczeń 2008 = 100, wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: Dane Bloomberg.

⁵¹ Skokowy wzrost udziału nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych (SPW) był związany z transferem części obligacji z otwartych funduszy emerytalnych do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, co skutkowało zmniejszeniem zaangażowania inwestorów krajowych na rynku SPW.

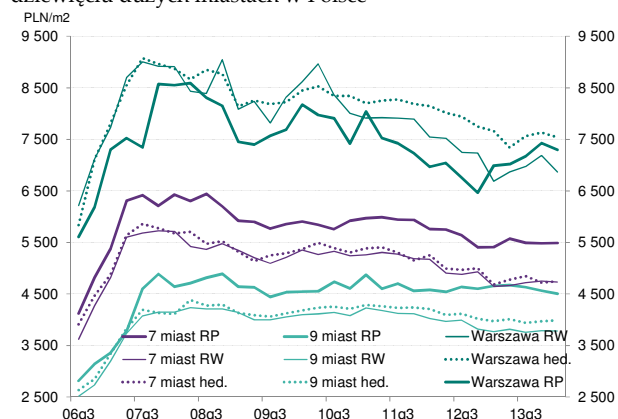
⁵² Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacji NBP *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2014 r.* (dostępne na stronie internetowej NBP: www.nbp.pl).

mieszkań na rynku pierwotnym („Mieszkanie dla Młodych”). Równocześnie program ten – z uwagi na niskie limity cenowe – przyczynił się do stabilizacji lub nawet nieznacznego obniżenia cen mieszkań w największych miastach (Wykres 2.34).

W kierunku obniżenia popytu na mieszkania i ich cen, zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, oddziaływało zaostrzenie od początku tego roku kryteriów udzielania kredytów hipotecznych (por. 2.6 Kredyt i pieniądz).

Wzrostowi liczby transakcji towarzyszyło dalsze zmniejszanie się liczby niesprzedanych mieszkań (Wykres 2.35). Równocześnie liczba wydawanych pozwoleń na budowę mieszkań była w I kw. 2014 r. wyższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku, co mogło być związane ze wzrostem rentowności produkcji mieszkań w poprzednich kwartałach. Wzrosła również liczba rozpoczętych inwestycji mieszkaniowych, co mogło wynikać częściowo z łagodniejszej niż w poprzednim roku zimy.

Wykres 2.34 Średnie ceny* mieszkań w Warszawie, siedmiu i dziewięciu dużych miastach w Polsce⁵³

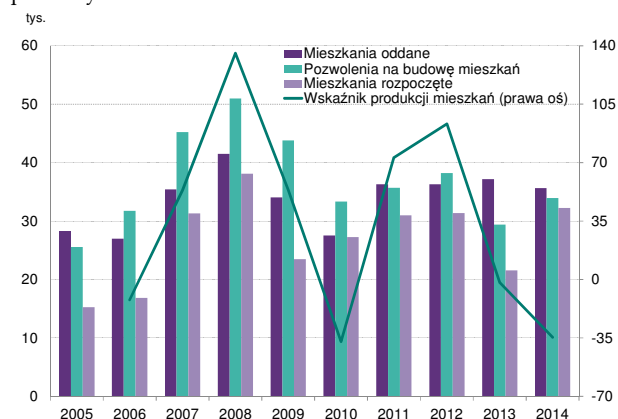


Źródło: Dane transakcyjne z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości, obliczenia NBP.

* Ceny ofertowe - średnia ważona liczbą ofert; ceny transakcyjne na rynku pierwotnym - średnia ważona udziałem zasobu mieszkaniowego danego miasta w zasobie 7 miast ogółem; ceny transakcyjne na rynku wtórnym - średnia uwzględniająca różnice w jakości mieszkań.

RP - rynek pierwotny, RW - rynek wtórny, hed. - ceny z wykorzystaniem indeksu hedonicznego.

Wykres 2.35 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w pierwszych kwartałach.



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

* Wskaźnik produkcji mieszkań stanowi syntetyczny miernik pokazujący sytuację firm budowlanych w sektorze mieszkaniowym. Jest to dwunastomiesięczna wartość krocząca produkcji w toku, czyli liczby mieszkań, których produkcję rozpoczęto po odjęciu liczby mieszkań oddanych do użytkowania. Wskaźnik uwzględnia także budownictwo jednorodzinne. Wzrost produkcji w toku może oznaczać przyszłe problemy dla branży budowlanej, gdy inwestorzy nie będą w stanie realizować zobowiązań dotyczących wybudowanych obiektów. Może to oznaczać rosnącą liczbę zamrożonych inwestycji i nieregularnych płatności.

⁵³ 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.

Ramka 4: Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce w świetle najnowszych badań⁵⁴

Cechy strukturalne istotne dla mechanizmu transmisji polityki pieniężnej a wyniki modelowe

Cechy strukturalne polskiej gospodarki wskazują na występowanie w niej wszystkich tradycyjnych kanałów mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, jakkolwiek w okresie stosowania przez NBP strategii bezpośredniego celu inflacyjnego zmieniało się relatywne znaczenie poszczególnych kanałów (Tabela R.4.1). Największą zmianą w ostatnich latach było zmniejszenie się wpływu kursu walutowego na inflację i tempo wzrostu gospodarczego.

Symulacje przeprowadzone na małym strukturalnym modelu mechanizmu transmisji MMT 2.0 pokazują, że maksymalny spadek inflacji po wzroście krótkoterminowej stopy procentowej o 1 pkt proc. na okres czterech kwartałów, wynoszący ok. -0,7 pkt proc. i następujący w szóstym kwartale po impulsie, można przypisać w ponad połowie efektom kanału stopy procentowej. W pozostałej części wpływ ten można przypisać efektom kanału kursowego i kanału kredytowego (Wykres R.4.1).

Tabela R.4.1. Cechy strukturalne polskiej gospodarki istotne dla mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

Główne czynniki strukturalne wzmacniające dany kanał, 1998-2013	Główne czynniki strukturalne osłabiające dany kanał, 1998-2013
Kanał stopy procentowej	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ rozwój systemu finansowego, ▪ istotna rola kredytu bankowego wśród źródeł finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw, ▪ rosnący poziom konkurencji w sektorze bankowym. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ dominacja wewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw, ▪ kredyty walutowe.
Kanał kredytowy	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ dominująca rola banków w systemie finansowym, ▪ istotna rola kredytu bankowego wśród źródeł finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ nadpłynność sektora banków komercyjnych, ▪ dominacja wewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw.
Kanał kursu walutowego	
<ul style="list-style-type: none"> ▪ otwartość gospodarki, wzrost powiązań handlowych i finansowych z zagranicą. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ handel w ramach międzynarodowych sieci wytwórczych, ▪ ograniczenie inflacji i jej zmienności.

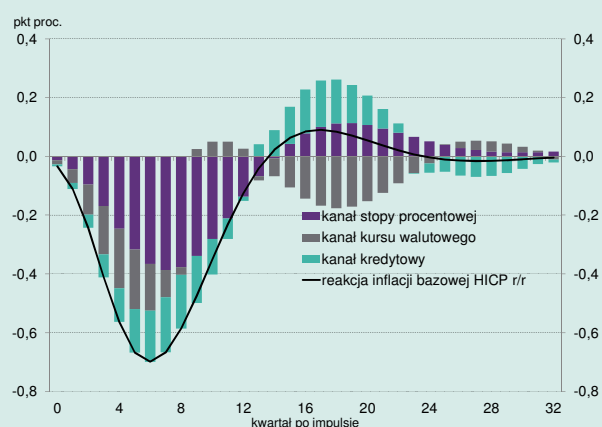
Źródło: opracowanie własne na podstawie Kapuściński i in. (2014).

Czy reakcja inflacji na zmiany krótkoterminowych stóp procentowych stała się silniejsza?

Szacowana z wykorzystaniem modelu MMT 2.0 reakcja inflacji na impuls polityki pieniężnej jest obecnie większa niż wynikałoby z poprzednich badań (Demchuk et al., 2012). Wydaje się to nieco zaskakujące, szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że symulacje modelowe wskazują jednocześnie na brak istotnych zmian w reakcji aktywności gospodarczej na impuls stopy procentowej i na osłabienie kanału kursu walutowego (zarówno aprecjacyjnych efektów zaostrzenia polityki pieniężnej, jak i mechanizmu przeniesienia zmian kursu walutowego na ceny).

⁵⁴ Ramka została opracowana na podstawie raportu Instytutu Ekonomicznego NBP: Kapuściński *et al.* (2014).

Wykres R.4.1. Dekompozycja odpowiedzi na impuls stopy procentowej.



Źródło: Kapuściński i in. (2014).

na bezpośredni wpływ wywierany na ceny dóbr importowanych przez zmianę kursu walutowego. Reakcja inflacji stała się zatem silniejsza w stosunku do wcześniejszych oszacowań. Należy jednak podkreślić, że efekt ten w części może mieć charakter przejściowy, związany ze specyficznymi cechami okresu włączanego do analizy (szybsze dostosowania podmiotów gospodarczych i większa rola oczekiwań w okresie kryzysowych zaburzeń).

Zmiany w funkcjonowaniu głównych kanałów mechanizmu transmisji

Najnowsze analizy empiryczne prowadzą do dwóch podstawowych wniosków dotyczących funkcjonowania głównych kanałów mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Po pierwsze, analizy te wskazują na ustępowanie zaburzeń kanału stopy procentowej związanych z globalnym kryzysem finansowym. Po drugie, wyniki symulacji modelowych wskazują również na osłabienie kanału kursowego mechanizmu transmisji, co w szczególności dotyczy wpływu kursu walutowego na ceny konsumpcyjne.

Ustępowanie zaburzeń kanału stopy procentowej związanych z globalnym kryzysem finansowym

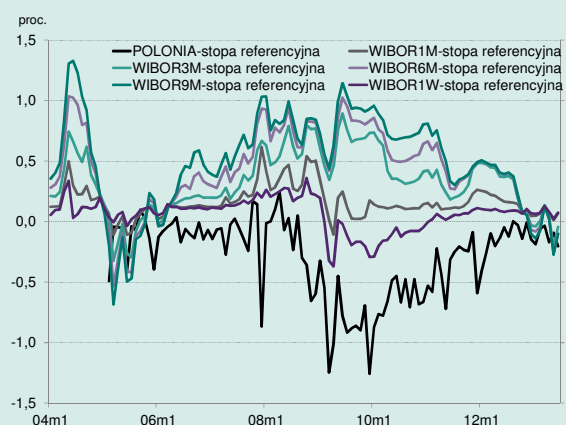
W kanale stopy procentowej dostrzegamy stopniowe ustępowanie zaburzeń związanych z kryzysem finansowym (Łyziak et al., 2011, Demchuk et al., 2012). Pomimo że skala obrotów na rynku pieniężnym jest nadal niższa niż przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego, to jednak stopy rynku pieniężnego stosunkowo szybko dostosowują się do decyzji polityki pieniężnej, a spready między nimi i stopą referencyjną NBP zmniejszyły się do poziomów bliskich zera (Wykres R.4.2). Wprawdzie w oddziaływaniu stóp rynku pieniężnego na stopy oprocentowania kredytów i depozytów nadal widoczne są odłożone w czasie skutki wcześniejszych perturbacji rynkowych, ale są one już wyraźnie mniejsze niż w początkowej fazie kryzysu. W szczególności, nie można odrzucić hipotezy, że w dłuższym okresie przeciętne oprocentowanie depozytów oraz kredytów dostosowuje się w pełni do zmian stóp rynkowych.

Wniosek o silniejszej reakcji inflacji na zmiany stóp procentowych może mieć do pewnego stopnia charakter modelowy i wynikać stąd, iż w obecnie stosowanym modelu uwzględnia się w sposób pełniejszy niektóre elementy mechanizmu transmisji (np. znaczenie oczekiwań i kanału kredytowego). Jednakże istnieje również zestaw czynników ekonomicznych wyjaśniających ten efekt. Po pierwsze, obserwuje się, iż obecnie oddziaływanie zmian w sferze realnej na inflację w Polsce jest szybsze i nieco silniejsze niż w przeszłości⁵⁵. Po drugie, wzrosło znaczenie oczekiwań, zarówno w kształtowaniu bieżącej aktywności gospodarczej, jak też poziomu cen. Powyższe okoliczności powodują szybsze oddziaływanie kanału stopy procentowej i większe nakładanie się jego efektów

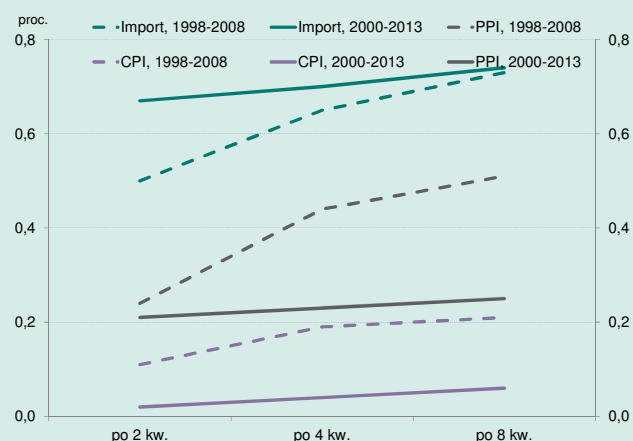
⁵⁵ Potwierdzają to wyniki estymacji nowokeynesowskiej krzywej Phillipsa oraz badań ankietowych rynku pracy prowadzonych przez NBP pokazujących, że w ciągu ostatnich lat uwidocznili się silniejszy wpływ zmiennych popytowych, głównie o charakterze koniunkturalnym, na kształtowanie przez przedsiębiorstwa wynagrodzeń (NBP, 2013a). Z kolei badania ankietowe przeprowadzane przez NBP wśród przedsiębiorstw pokazują, że częstotliwość zmian cen przez przedsiębiorstwa nieco wzrosła w ostatnim czasie, przy nieco częstszym stosowaniu marż zmiennych aniżeli stałych (NBP, 2013b).

Spready między stopami depozytowymi i kredytowymi w bankach a stopami rynku pieniężnego w wielu przypadkach utrzymują się na podwyższonych poziomach w stosunku do okresu sprzed wybuchu kryzysu finansowego. Porównując zmiany siły dostosowania stóp detalicznych w obu okresach, wydaje się, że oprocentowanie depozytów (zwłaszcza o terminie wymagalności od jednego miesiąca do trzech miesięcy, a więc tych, o które banki najbardziej zabiegały w ostatnich latach) w większym stopniu reaguje na zmiany stóp rynkowych, zaś oprocentowanie kredytów – w mniejszym stopniu. Słabsze przenoszenie zmian stóp rynkowych na stopy kredytowe może wiązać się z asymetrią dostosowań w okresach wzrostów i spadków rynkowych stóp procentowych (Sznajderska, 2013).

Wykres R.4.2. Spready między stopami na rynku pieniężnym i stopą referencyjną NBP.



Wykres R.4.3. Efekt kursowego *pass-through* wg indeksu cen.



Źródło: Kapuściński et al. (2014).

Wzrost stóp procentowych prowadzi do zmniejszenia wolumenu kredytu złotowego w gospodarce. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, w tym kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych (mikroprzedsiębiorstwa), maleje szybciej i silniej niż kredyty dla przedsiębiorstw.

Oslabienie kanału kursowego mechanizmu transmisji

Skala wpływu zmian kursu na ceny konsumpcyjne (CPI) zmniejszyła się w ostatnich trzech latach (Wykres R.4.3). Zjawisko to jest typowym przejawem wzrostu stabilności gospodarczej danego kraju i umocnienia się wiarygodności jego polityki pieniężnej, co było odnotowane w podobnej skali w krajach uprzemysłowionych na przełomie lat 80. i 90.⁵⁶

Spadek wskaźnika przeniesienia zmian kursu walutowego na ceny produkcji przemysłowej (PPI) i przyspieszenie reakcji tych cen na zmiany kursu wskazują na istotne zmiany w procesie produkcyjnym i mogą świadczyć o stałym obniżeniu efektu *pass-through* dla cen konsumpcyjnych. Biorąc pod uwagę, że wskaźnik *pass-through* dla cen transakcyjnych w imporcie związanych z dobrami konsumpcyjnymi pozostaje nadal stosunkowo wysoki, można domniemywać, że spadek wrażliwości cen konsumpcyjnych na zmiany kursu walutowego ma w części charakter cykliczny. Ponadto zmniejszenie zmienności złotego obserwowane w ostatnim okresie może – zgodnie z doświadczeniami wielu krajów rozwijających się (Correa, Minella (2006), Mihaljek, Klau (2007), Przystupa, Wróbel (2011)) – oddziaływać w kierunku wzrostu efektu *pass-through*. W konsekwencji można się więc spodziewać nieznacznego podniesienia efektu *pass-through* w przyszłości, jednak do poziomu nieznacznie przekraczającego 0,1.

⁵⁶ Na szacunki mogło wpłynąć również przesunięcie punktu startowego dla analizy o dwa lata (z 1998 r. na 2000 r.) i objęcie analizą okresu 2011-2013.

W świetle najnowszych badań NBP również wpływ kursu walutowego na sferę realną gospodarki ulega zmniejszeniu. Analizując determinanty polskiego eksportu można zauważyć, że o ile w 1998 r. kurs walutowy objaśniał prawie 40% przyrostu eksportu, o tyle w 2013 r. było to tylko ok. 23%. Jest to zapewne skutek wzrostu znaczenia przedsiębiorstw międzynarodowych, dokonujących rozliczeń w ramach grupy kapitałowej. Z analizy czynników wpływających na wolumen importu wynika z kolei, że znaczenie kursu walutowego utrzymuje się na relatywnie stabilnym poziomie (ok. 20%). Zgodnie z najnowszymi szacunkami, 10-procentowa deprecjacja realnego efektywnego kursu złotego prowadzi, z opóźnieniem jednego kwartału, do wzrostu rocznego tempa wzrostu realnego PKB o ok. 0,3 pkt proc.

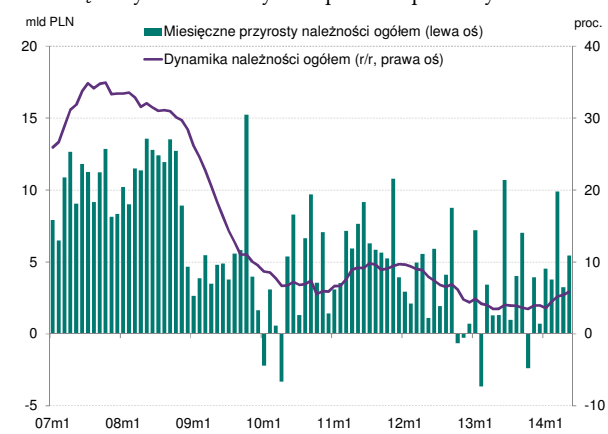
Literatura

- Correa A. S., Minella A. (2006), *Nonlinear Mechanisms of the Exchange Rate Pass-Through: A Phillips curve model with threshold for Brazil*, Working Paper Series No. 122, Banco Central do Brasil.
- Demchuk O., Łyziak T., Przystupa J., Sznajderska A., Wróbel E. (2012), *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2011 roku?*, Materiały i Studia, 270, Narodowy Bank Polski.
- Kapuściński M., Łyziak T., Przystupa J., Stanisławska E., Sznajderska A., Wróbel E. (2014), *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Co wiemy w 2013 roku?*, Materiały i Studia NBP, 306, Narodowy Bank Polski.
- Łyziak T., Przystupa J., Stanisławska E., Wróbel E. (2011), *Monetary policy transmission disturbances during the financial crisis: a case of an emerging market economy*, Eastern European Economics, 49(5), 75-96.
- Mihaljek D., Klau M. (2007), *Exchange rate pass-through in emerging market economies: what changed and why?*, BIS Paper no. 35.
- NBP (2013a), *Badanie Ankietowe Rynku Pracy. Raport 2013*, Instytut Ekonomiczny, Narodowy Bank Polski.
- NBP (2013b), *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na III kw. 2013 roku*, Instytut Ekonomiczny, Narodowy Bank Polski.
- Przystupa J., Wróbel E. (2011), *Asymmetry of the exchange rate pass-through: an exercise on the Polish data*, Eastern European Economics, 49(1), 30-51.
- Sznajderska A. (2013), *On the empirical evidence of asymmetry effects in the Polish interest rate pass-through*, The Journal of Economic Asymmetries, 10(2), 78-93.

2.6 Kredyt i pieniądz

Stopniowe ożywienie gospodarcze przyczyniło się do nieznacznego przyspieszenia akcji kredytowej w I kw. 2014 r. (Wykres 2.36)⁵⁷. Wartość kredytu zwiększyła się we wszystkich głównych kategoriach, a łączne zadłużenie sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych rosło średnio o 6,0 mld zł miesięcznie, wobec 2,3 mld zł w

Wykres 2.36 Należności sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych



Źródło: Dane NBP.

⁵⁷ Prezentowane w tym rozdziale dane dot. przyrostów należności i zobowiązań odnoszą się do zmian transakcyjnych. W przypadku przedsiębiorstw zarówno akcja kredytowa, jak i wielkość depozytów charakteryzują się silnymi zmianami sezonowymi (w szczególności na początku roku), stąd średnie miesięczne przyrosty kredytów i depozytów firm porównywane są pomiędzy tymi samymi okresami w kolejnych latach.

analogicznym okresie 2013 r. Tempo wzrostu tego zadłużenia w I kw. br. wyniosło 4,4% r/r⁵⁸.

W I kw. 2014 r. wzrosła dynamika zadłużenia przedsiębiorstw (Wykres 2.37). Przyspieszenie akcji kredytowej dla firm dotyczyło przede wszystkim kredytów o charakterze bieżącym oraz, w mniejszym stopniu, inwestycyjnym. Dynamika zadłużenia gospodarstw domowych w I kw. 2014 r. w dalszym ciągu stopniowo się zwiększała, przede wszystkim dzięki kontynuacji ożywienia w segmencie kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.42).

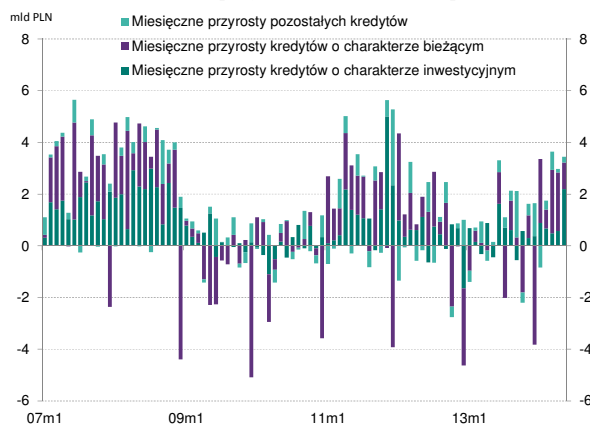
Wobec nadal relatywnie niskiego tempa wzrostu zadłużenia ogółem, wzrost agregatów monetarnych w I kw. 2014 r. pozostał umiarkowany.

2.6.1 Kredyty dla przedsiębiorstw

W I kw. 2014 r. zadłużenie firm zwiększało się średnio o 2,6 mld zł miesięcznie⁵⁹, tj. znacznie szybciej niż w analogicznym kwartale 2013 r. (średni wzrost o 0,2 mld zł). Za ożywienie akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw w głównej mierze odpowiadał wysoki wzrost kredytów bieżących związanych z wypłatami premii i nagród rocznych (kredyty bieżące wzrosły o 5,7 mld zł wobec ich spadku o 0,4 mld zł w I kw. 2013 r.; Wykres 2.37).

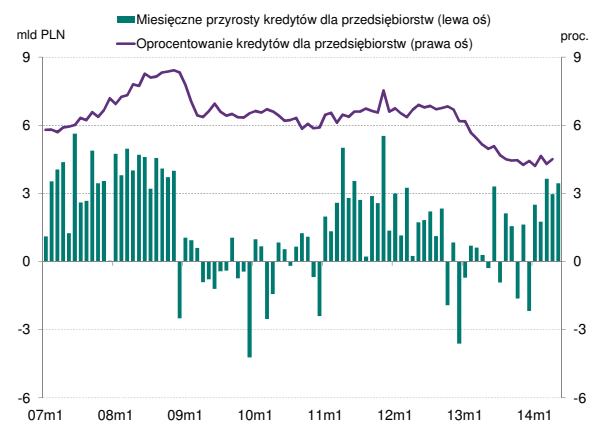
Jednocześnie nieco zwiększyła się skala wzrostu kredytów o charakterze inwestycyjnym, do czego przyczyniło się przyspieszenie popytu inwestycyjnego (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt inwestycyjny*).

Wykres 2.37 Struktura przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw



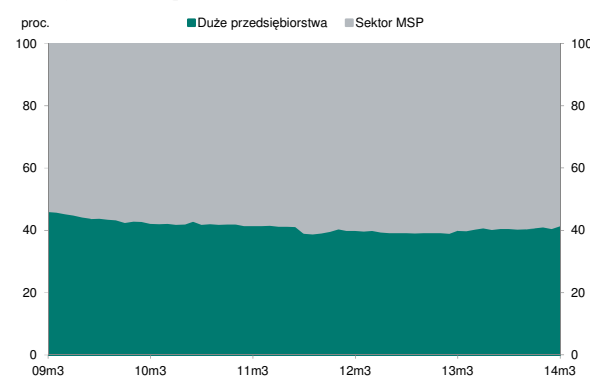
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.38 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.39 Struktura zadłużenia sektora przedsiębiorstw według wielkości podmiotów



Źródło: Dane NBP.

⁵⁸ W kwietniu i maju 2014 r. łączne zadłużenie tych podmiotów wzrosło odpowiednio o 3,2 i 5,4 mld zł wobec wzrostu o 1,3 mld zł w analogicznych miesiącach 2013 r. Tempo wzrostu tych należności wyniosło w maju 5,9% r/r.

⁵⁹ Zadłużenie przedsiębiorstw w marcu 2014 r. wyniosło 267,6 mld zł. W kwietniu i maju 2014 r. zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło odpowiednio o 3,0 i 3,4 mld zł wobec wzrostu o 0,3 mld zł w analogicznych miesiącach poprzedniego roku.

Ożywienie akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw wspierane było przez stabilne od lipca 2013 r. oprocentowanie kredytów, które – wobec utrzymania stóp NBP na niezmiennym poziomie w tym okresie – świadczyło o stabilizacji marż kredytowych (Wykres 2.38). Przyspieszeniu akcji kredytowej sprzyjały także wzrost dostępności kredytu bankowego oraz wzrost popytu na kredyt⁶⁰.

Wzrost popytu na kredyt w I kw. 2014 r. dotyczył zarówno dużych jak i – w mniejszym stopniu – małych oraz średnich przedsiębiorstw. Struktura zadłużenia sektora przedsiębiorstw według wielkości podmiotu nie zmieniła się jednak istotnie w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku (Wykres 2.39).

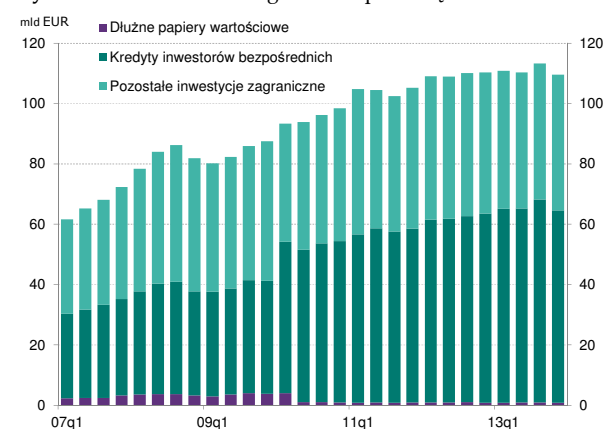
Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw w IV kw. 2013 r. zmniejszyło się o 3,7 mld EUR, do poziomu 109,6 mld EUR (Wykres 2.40). Spadek ten wynikał niemal w całości ze zmniejszonej skali kredytowania firm przez bezpośrednich inwestorów zagranicznych.

2.6.2 Kredyty dla gospodarstw domowych

W I kw. 2014 r. średnie miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych wzrosły do 0,8 mld zł wobec 0,4 mld zł w I kw. 2013 r. (Wykres 2.41)⁶¹.

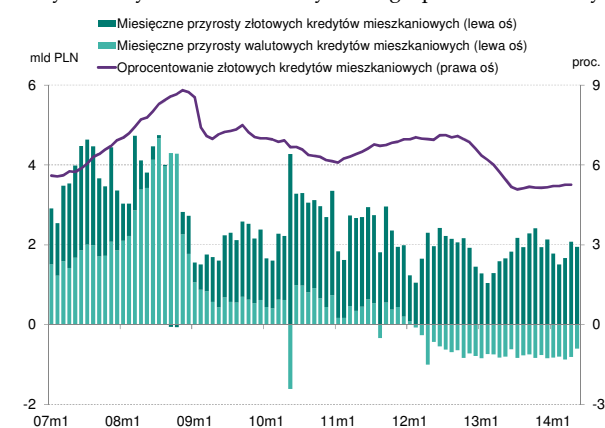
Do wzrostu akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych przyczyniły się przede wszystkim pojawiające się sygnały ożywienia na rynku mieszkaniowym, uruchomienie programu „Mieszkanie dla młodych” oraz pozostające na niskim poziomie oprocentowanie kredytu. Jednocześnie w kierunku ograniczenia akcji kredytowej w tym segmencie oddziaływało deklarowane przez banki zaostrożenie kryteriów

Wykres 2.40 Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw



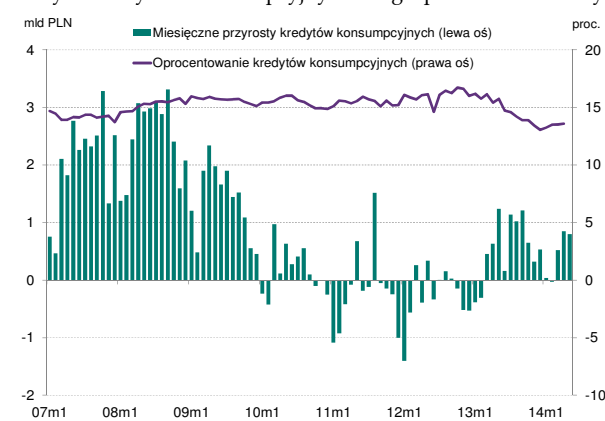
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.41 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.42 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

⁶⁰ Według deklaracji banków złagodzeniu polityki kredytowej w sektorze przedsiębiorstw sprzyjała poprawa oceny portfeli kredytowych oraz zwiększona presja konkurencyjna ze strony innych banków por. *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych*, II kw. 2014, NBP oraz *Szybki Monitoring NBP, Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw w szczególnym uwzględnieniu stanu koniunktury w I kw. 2014 r. oraz prognoz na II kw. 2014 r.*, NBP.

⁶¹ W kwietniu i w maju 2014 r. przyrost kredytów mieszkaniowych wyniósł 1,3 mld zł wobec wzrostu o odpowiednio 0,8 i 0,9 mld zł w analogicznych miesiącach 2013 r.

przyznawania kredytów związane z koniecznością wdrożenia zaleceń nowej Rekomendacji S (Wykres 2.41).

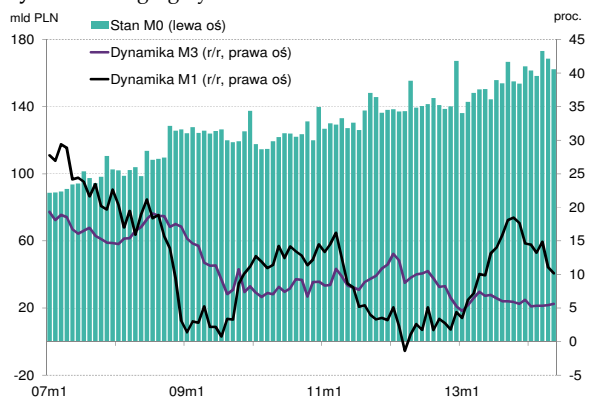
W I kw. 2014 r. akcja kredytowa w segmencie kredytów konsumpcyjnych zwiększała się nieznacznie (średnio 0,2 mld zł miesięcznie, w porównaniu do średniego spadku o 0,1 mld zł w analogicznym kwartale 2013 r.; Wykres 2.42)⁶².

Do nieznacznego ożywienia akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych przyczyniło się dalsze stopniowe łagodzenie polityki kredytowej banków, związane z raportowaną przez banki poprawą jakości portfeli kredytowych⁶³.

2.6.3 Depozyty i agregaty monetarne

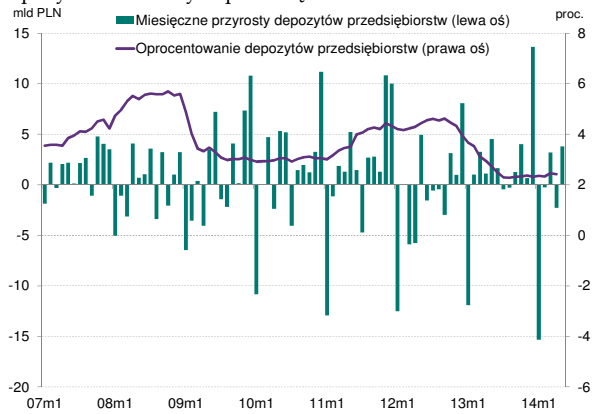
W I kw. 2014 r. utrzymało się relatywnie niskie tempo wzrostu szerokiego pieniądza (Wykres 2.43). Jednocześnie tempo przyrostu agregatu M1 obniżyło się w porównaniu do IV kw. 2013 r.⁶⁴, co wynikało głównie ze zmiany struktury terminowej depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych (wolniejszego przyrostu środków lokowanych na depozytach bieżących przy silniejszym wzroście depozytów terminowych)⁶⁵.

Wykres 2.43 Agregaty monetarne



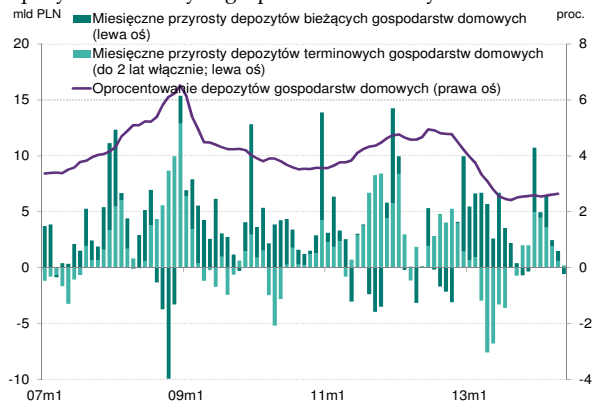
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.44 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie depozytów bankowych przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.45 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie depozytów bankowych gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

⁶² W kwietniu i maju 2014 r. wielkość zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych wzrosła odpowiednio o 0,9 i 0,8 mld zł wobec wzrostu o 0,6 i 1,2 mld zł w analogicznych miesiącach poprzedniego roku.

⁶³ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kw. 2014, NBP.

⁶⁴ W I kw. 2014 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza utrzymywało się na poziomie zbliżonym do IV. kw. 2013 r. (do 5,4% r/r). Równocześnie tempo wzrostu agregatu M1 utrzymało się na niższym poziomie niż w IV. kw. 2013. (do 14,9% r/r).

⁶⁵ Depozyty terminowe definiowane są jako depozyty do 2 lat oraz depozyty z okresem wypowiedzenia do trzech miesięcy. W kwietniu i maju 2014 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza utrzymało się na poziomie zbliżonym do marcowego (w maju br. wyniosło 5,6% r/r wobec 5,4% w kwietniu i marcu br.). Jednocześnie tempo wzrostu agregatu M1 spadło do 10,2% r/r w maju br. (wobec 11,1% r/r w kwietniu i 14,9% r/r w marcu 2014 r.).

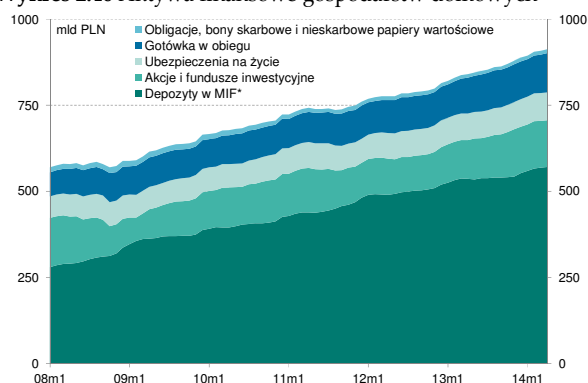
W I kw. 2014 r. depozyty firm zmniejszyły się o 4,1 mld zł wobec ich średniego spadku o 2,5 mld zł w analogicznym okresie 2013 r. (Wykres 2.44)⁶⁶. Jednocześnie, w warunkach utrzymującego się relatywnie niskiego oprocentowania, w dalszym ciągu spowalniał wzrost depozytów gospodarstw domowych. Miesięczne przyrosty depozytów wyniosły 4,6 mld zł i były niższe niż w analogicznym okresie 2013 r. (kiedy wyniosły 5,3 mld zł; Wykres 2.45)⁶⁷.

Zmniejszyła się natomiast wielkość środków lokowanych przez gospodarstwa domowe w funduszach inwestycyjnych, co było związane z przejściowym spadkiem cen akcji na GPW (średnie miesięczne saldo napływu środków do funduszy inwestycyjnych w I kw. 2014 r. wyniosło 0,4 mld zł wobec 1,0 mld zł w analogicznym okresie 2013 r.). Jednocześnie zwiększyła się wartość obligacji i bonów skarbowych oraz polis z tytułu ubezpieczeń na życie będących w posiadaniu gospodarstw domowych. Łączna wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych wzrosła do 908,0 mld zł w marcu br. wobec 838,2 mld zł w analogicznym okresie ub.r. (Wykres 2.46)⁶⁸.

2.7 Bilans płatniczy

W I kw. 2014 r. nadal obniżał się deficyt na rachunku obrotów bieżących, który wyniósł 0,8 mld EUR (wobec 2,3 mld EUR w I kw. 2013 r.)⁶⁹. Zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących było związane przede wszystkim z dalszą poprawą dodatniego salda obrotów towarowych w warunkach ożywienia popytu

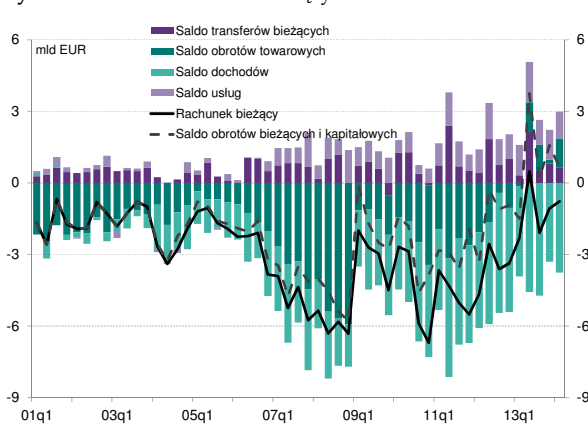
Wykres 2.46 Aktywa finansowe gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

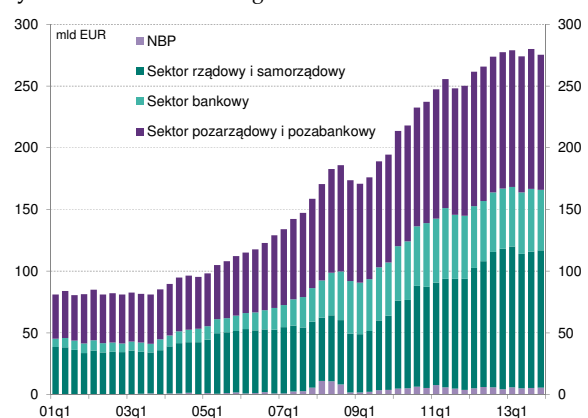
* MIF (Monetarne Instytucje Finansowe) obejmują banki, SKOKi oraz fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego

Wykres 2.47 Saldo obrotów bieżących



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Wykres 2.48 Zadłużenie zagraniczne Polski



Źródło: Dane NBP.

⁶⁶ W kwietniu 2014 r. depozyty firm spadły o 2,3 mld zł wobec ich wzrostu w analogicznym miesiącu ubiegłego roku o 1,1 mld zł. W maju 2014 r. depozyty firm wzrosły o 3,8 mld zł (wobec wzrostu o 4,5 mld w maju 2013 r.).

⁶⁷ W kwietniu 2014 r. depozyty gospodarstw domowych wzrosły o 1,5 mld zł wobec spadku o 1,9 mld zł w analogicznym okresie 2013 r. W maju 2014 r. depozyty gospodarstw domowych spadły o 0,4 mld zł (wobec spadku o 4,1 mld zł w maju 2013 r.).

⁶⁸ W kwietniu 2014 r. aktywa finansowe gospodarstw domowych wzrosły o 5,0 mld wobec 2,0 mld w analogicznym okresie ubiegłego roku.

⁶⁹ Informacje o rachunku bieżącym, kapitałowym oraz finansowym opierają się na danych kwartalnych do IV kw. 2013 r. oraz danych miesięcznych za okres styczeń – marzec 2014 r.

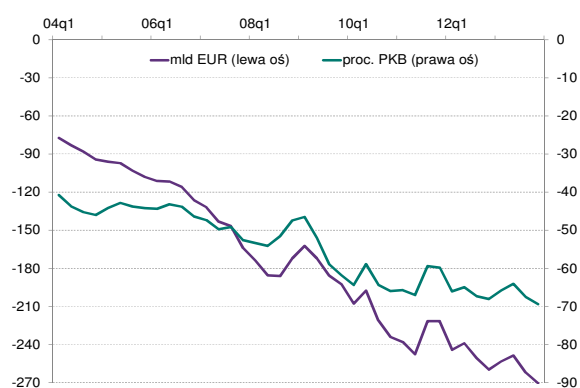
zagranicznego. Jednocześnie salda usług oraz transferów bieżących pozostawały dodatnie. Natomiast saldo dochodów było wciąż ujemne, czemu sprzyjały wysokie dochody bezpośrednich inwestorów zagranicznych z tytułu ich zaangażowania kapitałowego w Polsce, do czego z kolei przyczyniły się dobre wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw (Wykres 2.47).

Jednocześnie w I kw. 2014 r. zwiększyło się saldo na rachunku kapitałowym (1,4 mld EUR wobec 0,8 mld EUR w I kw. ub.r.), do czego przyczynił się głównie wzrost napływu funduszy z Unii Europejskiej.

Saldo na rachunku finansowym było ujemne w I kw. 2014 r., znacząco obniżając się wobec I kw. 2013 r. Przyczynił się do tego w znacznej mierze odpływ kapitału z rynku dłużnych papierów wartościowych, spadek pozostałych inwestycji oraz wzrost należności polskich podmiotów za granicą. W kierunku ograniczenia spadku salda na rachunku finansowym oddziaływał natomiast ponowny napływ inwestycji bezpośrednich do Polski, na co w głównej mierze złożyły się dodatnie reinwestowane zyski.

Zmniejszenie deficytu na rachunku obrotów bieżących w I kw. 2014 r. przyczyniło się do poprawy części wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski. W szczególności odnotowano dalszy spadek deficytu obrotów bieżących do PKB (w ujęciu czterech kwartałów krocząco; Tabela 2.5).

Wykres 2.49 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski



Źródło: Dane NBP.

Tabela 2.5 Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (cztery kwartały krocząco)

	2009	2010	2011	2012	2013				2014
					q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-3,9	-5,1	-5,0	-3,7	-3,1	-2,3	-1,9	-1,3	-0,9
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w %)	-2,3	-3,3	-3,0	-1,5	-1,0	0,1	0,4	1,0	1,6
Saldo obrotów towarowych/PKB (w %)	-1,7	-2,5	-2,7	-1,4	-0,8	-0,1	0,3	0,6	0,9
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	5,3	5,4	5,2	5,6	5,7	5,6	5,3	5,2	5,0
Zadłużenie zagraniczne/PKB (w %)	62	67	67	73	73	71	72	71	-
Sredni okres zapadalności długu Skarbu Państwa (w latach)	5,3	5,4	5,3	5,4	5,5	5,5	5,4	-	-
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)	-62	-66	-59	-68	-66	-64	-68	-69	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących (w %)*	65	78	80	101	97	90	84	87	-
Oficjalne aktywa rezerwowe/Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r. (w %)*	83	98	94	107	100	96	90	95	-

Źródło: Dane NBP i Ministerstwa Finansów.

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

3 Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2014 r.

Na posiedzeniach w marcu, kwietniu, maju, czerwcu i lipcu 2014 r. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 2,50% w skali rocznej, stopa lombardowa 4,00% w skali rocznej, stopa depozytowa 1,00% w skali rocznej, stopa redyskonta weksli 2,75% w skali rocznej.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w marcu, kwietniu, maju i czerwcu 2014 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 21 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

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

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

Odnosząc się do sytuacji za granicą, wskazywano, że ożywienie gospodarcze na świecie wciąż jest umiarkowane. Podkreślano przy tym, że w Stanach Zjednoczonych dynamika aktywności w ostatnim okresie mogła nieco spowolnić, a wzrost PKB w IV kw. 2013 r. został zrewidowany w dół. Oceniano jednak, że pewne pogorszenie danych w Stanach Zjednoczonych mogło być częściowo związane z niekorzystnymi warunkami pogodowymi. Członkowie Rady podkreślali dalszą poprawę koniunktury w strefie euro, w której jednak dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niestabilna i znacznie niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Zwracali przy tym uwagę, że inflacja w strefie euro utrzymuje się na niskim poziomie.

Odnosząc się do sytuacji w gospodarkach wschodzących, część członków Rady zauważała, że w największej z nich – Chinach – wskaźniki koniunktury wskazują na spowolnienie dynamiki

aktywności na początku br. Niektórzy członkowie Rady podkreślali zaś, że w wielu krajach Europy Środkowo-Wschodniej dynamika aktywności gospodarczej przyspiesza.

Członkowie Rady uważali, że czynnikiem ryzyka dla sytuacji gospodarczej w otoczeniu Polski jest zwiększona niepewność dotycząca dalszego rozwoju sytuacji na Ukrainie. Wskazywano, że ewentualna eskalacja konfliktu pomiędzy Ukrainą i Rosją może osłabić wymianę handlową Polski z rynkami wschodnimi, a także niekorzystnie oddziaływać na nastroje i skłonność przedsiębiorstw do inwestycji. Oceniano przy tym, że ewentualne osłabienie eksportu Polski na rynki wschodnie, w tym zwłaszcza eksportu żywności, mogłoby oddziaływać w kierunku obniżenia dynamiki cen na rynku krajowym. Niektórzy członkowie Rady uważali jednak, że ryzyko dotyczące rozwoju sytuacji na Wschodzie może przyczynić się do kontynuacji obserwowanego w ostatnim okresie wzrostu cen surowców na rynkach światowych, a także do pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych. Inni członkowie Rady uważali w tym kontekście, że wzrost cen surowców w ostatnim okresie mógł być przejściowy, a czynnikiem ograniczającym ich ceny w dalszej perspektywie może być spadek dynamiki popytu w Chinach.

Odnosząc się do sytuacji w gospodarce Polski, członkowie Rady zwrócili uwagę na przyspieszenie dynamiki PKB w IV kw. 2013 r. Zgodnie z oczekiwaniami, w kierunku wyższego wzrostu PKB oddziaływało przyspieszenie popytu krajowego, w tym zwłaszcza konsumpcji oraz – w bardzo niewielkim stopniu – inwestycji. Głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostał jednak eksport netto. Członkowie Rady podkreślili, że dane miesięczne z początku br. wskazują na kontynuację stopniowego ożywienia w gospodarce. W szczególności dalej rosła sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa, choć wskazywano również na spadek produkcji budowlano-montażowej. Członkowie Rady oceniali, że ożywieniu gospodarczemu nie towarzyszy narastanie istotnych nierównowag makroekonomicznych, następuje poprawa salda na rachunku obrotów bieżących. Niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę, że ożywieniu gospodarczemu towarzyszy stabilna dynamika akcji kredytowej dla sektora prywatnego.

Analizując sytuację na rynku pracy wskazywano, że pojawiają się sygnały pewnej poprawy na tym rynku, choć jak dotąd jest ona powolna. W szczególności zwracano uwagę, że zgodnie z BAEL, liczba pracujących w IV kw. 2013 r. nieznacznie wzrosła, co przyczyniło się do pewnego obniżenia stopy bezrobocia (w ujęciu rocznym). Zwracano jednak uwagę, że w styczniu nastąpiło wyhamowanie dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali natomiast na wzrost liczby ofert pracy oraz obniżenie się prawdopodobieństwa utraty pracy, co sugeruje kontynuację poprawy sytuacji na tym rynku w kolejnych kwartałach. Podkreślano, że stopa bezrobocia pozostaje jednak podwyższona, co ogranicza presję płacową w gospodarce. Na brak presji płacowej wskazuje spowolnienie dynamiki wynagrodzeń, a także obniżenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy w IV kw. 2013 r.

Członkowie Rady podkreślali, że obserwowane stopniowe ożywienie koniunktury nie przekłada się na wzrost presji inflacyjnej w gospodarce. Argumentowano, że w styczniu inflacja pozostała stabilna i wyraźnie niższa od celu inflacyjnego, a inflacja bazowa – obniżyła się. Na brak presji inflacyjnej wskazuje także ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu, której towarzyszą niskie oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych. Niektórzy członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że na początku br. roczna dynamika cen konsumpcyjnych jest podwyższana przez statystyczne efekty bazy.

Analizując perspektywy wzrostu gospodarczego, członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach ożywienie gospodarcze prawdopodobnie będzie kontynuowane w tempie zbliżonym do przewidywanego w marcowej projekcji. Podkreślano, że dynamika PKB będzie wspierana przez ożywienie popytu konsumpcyjnego. Zwracano uwagę, że zgodnie z projekcją można oczekiwać ożywienia inwestycji, w tym przede wszystkim inwestycji przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że czynnikiem osłabiającym aktywność przedsiębiorstw może być wzrost obciążeń podatkowych nakładanych na nie przez samorządy.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że mimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego, inflacja – zgodnie z marcową projekcją – będzie wracać do celu stopniowo, a co najmniej w bieżącym roku pozostanie poniżej celu. Część członków Rady podkreślała, że wskazują na to także prognozy zewnętrzne. Zwracali oni przy tym uwagę, że – zgodnie z projekcją – przewidywany stopniowy powrót inflacji do celu będzie związany z powolnym domykaniem luki popytowej oraz jej późniejszą stabilizacją na poziomie dodatnim, choć bliskim zera. Członkowie Rady podkreślali, że projekcja przewiduje przyspieszenie wzrostu płac oraz dynamiki jednostkowych kosztów pracy,

jednak nie na tyle silne by zagrozić realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

Niektórzy członkowie Rady zwracali zarazem uwagę, że projekcja marcowa – w porównaniu z listopadową – przewiduje w bieżącym roku niższą inflację, przy równocześnie wyższym prognozowanym wzroście PKB. Wskazywali przy tym, że utrzymywanie się inflacji poniżej celu w najbliższym roku będzie nadal w dużym stopniu rezultatem oddziaływania czynników pozostających poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej, w tym zakładanej niskiej dynamiki cen energii. W rezultacie, w przypadku wyższej niż założono w projekcji dynamiki cen energii w kolejnych kwartałach, inflacja może powrócić do celu szybciej niż przewiduje obecna projekcja. Zwracali oni także uwagę, że wynikający z projekcji wzrost relacji kosztów pracy do przychodów przedsiębiorstw może oddziaływać w kierunku ograniczenia konkurencyjności krajowych przedsiębiorstw na rynkach międzynarodowych. W tym kontekście podkreślali, że ożywienie wzrostu gospodarczego może sprzyjać napływowi kapitału i aprecjacji kursu walutowego, w ten sposób dodatkowo obniżając konkurencyjność cenową polskich przedsiębiorstw. W rezultacie czynniki wytwórcze mogłyby zostać przesunięte w kierunku sektora dóbr niepodlegających międzynarodowej wymianie handlowej – w tym do budownictwa mieszkaniowego – tworząc, w warunkach niskich stóp procentowych, ryzyko powstania nierównowag w tym sektorze. W związku z tym, niektórzy członkowie Rady uważali, że uzasadnione może być podwyższenie stóp procentowych, nawet w przypadku utrzymywania się inflacji poniżej celu.

Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że istotne podwyższenie stóp procentowych w celu ograniczenia ryzyka powstania nierównowag na rynku nieruchomości może być bardziej kosztowne dla całej gospodarki niż zastosowanie instrumentów makro-ostrożnościowych. Zwrócili przy tym uwagę, że wprowadzone przez KNF stopniowe obniżanie

wskaźnika LtV dla kredytów hipotecznych w bieżącym i kolejnych latach, powinno oddziaływać w kierunku ograniczenia ryzyka tworzenia się istotnych nierównowag na rynku nieruchomości.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennie. Rada dyskutowała na temat sygnalizowanego prawdopodobnego okresu utrzymywania stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie. Część członków Rady była zdania, że biorąc pod uwagę marcową projekcję, wskazującą na bardzo powolny powrót inflacji do celu, uzasadnione może być utrzymywanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie do końca 2014 r. Czynnikiem uzasadniającym wydłużony okres stabilizacji stóp procentowych było – w opinii części członków Rady – dążenie do ograniczenia niepewności gospodarczej w sytuacji wzrostu ryzyka międzynarodowego związanego z pojawieniem się napięć na Wschodzie.

Cześć członków Rady podkreślała natomiast, że ze względu na niepewność dotyczącą dalszego rozwoju sytuacji makroekonomicznej za granicą, w tym na Ukrainie, sygnalizowany okres prawdopodobnego utrzymywania stóp procentowych na niezmienionym poziomie nie powinien być dłuższy niż dotychczas. Niektórzy z tych członków Rady uważali także, że krótszy okres sygnalizowanego braku zmian stóp procentowych może być uzasadniony ze względu na następujące ożywienie gospodarcze i ryzyko wcześniejszego niż wskazuje projekcja powrotu inflacji do celu.

W wyniku dyskusji Rada oceniła, że obecna i przewidywana sytuacja gospodarcza, w tym wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB, uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmienionym poziomie w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa

referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 kwietnia 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą wskazywano na wciąż umiarkowaną dynamikę aktywności na świecie. Członkowie Rady zwracali uwagę, że – po przejściowym osłabieniu – najnowsze dane potwierdzają poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych, natomiast w strefie euro kontynuowane jest powolne ożywienie wzrostu. Jednocześnie gospodarka chińska najprawdopodobniej dalej spowalnia.

Członkowie Rady zwracali uwagę na niską inflację w wielu krajach, która – jeśli będzie się utrzymywać – może utrudniać proces delewarowania w największych gospodarkach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym na czynniki, które – ich zdaniem – mogą przelożyć się na trwałe obniżenie inflacji na świecie. Czynniki te są: obniżenie się globalnego tempa wzrostu gospodarczego oraz spadkowa faza cen w wieloletnim cyklu surowcowym. Część członków Rady argumentowała jednak, że w horyzoncie kilku najbliższych lat dalszy wzrost największych gospodarek wschodzących będzie pozytywnie wpływać na tempo globalnej aktywności, a przez to także oddziaływać w kierunku wyższej inflacji na świecie.

W kontekście bieżących uwarunkowań zewnętrznych wskazywano, że do bardzo niskiego poziomu obniżyła się inflacja w strefie euro, co skłoniło EBC do zasygnalizowania możliwości

dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Niektórzy członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że niska inflacja w strefie euro wynika w znacznym stopniu z silnie ujemnej dynamiki cen energii, a więc korzystnego wstrząsu podażowego, który sprzyja odbudowie popytu w tej gospodarce. Czynnikiem obniżającym inflację w strefie euro jest także spadek jednostkowych kosztów pracy w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużenia, który pomaga im wyjść z recesji, przy jednoczesnym zachowaniu konkurencyjności eksportu Niemiec wobec otoczenia strefy euro. Członkowie ci argumentowali ponadto, że skala możliwej deflacji w strefie euro jest na tyle niewielka, że nie powinna powodować wstrzymywania się podmiotów od zakupów, a zatem ryzyko wystąpienia wtórnych efektów spadku cen jest nieduże. Jednocześnie – zdaniem tych członków Rady – kontynuacja silnie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC, poprzez zwiększanie ryzyka narastania baniek na rynku aktywów, może nawet oddziaływać w kierunku spadku inflacji konsumenckiej. Inni członkowie Rady oceniali, że ewentualne pojawianie się oczekiwań na spadek cen może pogłębić tendencje deflacyjne w strefie euro i dlatego prawdopodobnie EBC będzie starał się temu przeciwdziałać.

Analizując perspektywy kształtowania się koniunktury wskazywano, że pozytywnym zjawiskiem jest coraz większe znaczenie popytu krajowego we wzroście gospodarczym Niemiec. Jednocześnie część członków Rady podkreślała, że czynnikiem ryzyka dla dalszej poprawy koniunktury w gospodarce niemieckiej, a przez to także polskiej, jest spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że obecnie trudno oczekiwać stymulacji chińskiej gospodarki biorąc pod uwagę silny wzrost zadłużenia wewnętrznego, jaki nastąpił tam po globalnym kryzysie finansowym.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że źródłem niepewności co do perspektyw kształtowania się

wzrostu gospodarczego w Polsce pozostaje także sytuacja na Ukrainie, w tym skala oczekiwanej w tym kraju recesji oraz ryzyko zaburzeń w relacjach gospodarczych z Rosją. Wskazywano, że ewentualna eskalacja konfliktu między Ukrainą i Rosją może osłabić wymianę handlową Polski z rynkami wschodnimi. Biorąc pod uwagę dotychczasowe informacje oceniano jednak, że możliwe osłabienie eksportu Polski na rynki wschodnie – choć może mieć negatywne konsekwencje dla niektórych firm – to w skali całej gospodarki prawdopodobnie nie będzie czynnikiem istotnie ograniczającym dynamikę aktywności.

Odnosząc się do reakcji rynków finansowych na konflikt ukraińsko-rosyjski podkreślano, że kurs złotego pozostał relatywnie stabilny, rentowności obligacji nie zmieniły się istotnie, a wpływ na wycenę akcji był przejściowy. Zdaniem części członków Rady utrzymania pozytywnego nastawienia inwestorów zagranicznych do polskiej gospodarki sprzyjają jej korzystne fundamenty i brak nierównowag makroekonomicznych.

Analizując bieżące dane zwracano uwagę, że przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej, wraz z odbudową aktywności w budownictwie, świadczą o kontynuacji stopniowego ożywienia gospodarczego. Korzystne odczyty większości wskaźników koniunktury wskazują przy tym na prawdopodobny wzrost aktywności również w kolejnych kwartałach. Część członków Rady oceniała, że przyspieszenie dynamiki PKB może być dość wyraźne, ze względu na możliwość przyspieszenia wzrostu nakładów inwestycyjnych firm w nadchodzącym okresie. Część członków Rady zwracała jednak równocześnie uwagę na pogorszenie się oczekiwań przedsiębiorstw co do nowych zamówień eksportowych, co może sygnalizować osłabienie popytu zewnętrznego i ograniczać skłonność firm do inwestowania. Niektórzy członkowie Rady argumentowali ponadto, że – ze względu na prawdopodobnie trwale niższe tempo wzrostu za

granica – dynamika PKB w Polsce może utrzymać się na umiarkowanym poziomie. Czynnikiem, który – ich zdaniem – może ograniczać wzrost popytu konsumpcyjnego jest istotne długoterminowe zadłużenie części gospodarstw domowych.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ożywienie aktywności powoli zaczyna przekładać się na poprawę sytuacji na rynku pracy. Stopniowo rośnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw i obniża się bezrobocie. Podkreślano jednak, że stopa bezrobocia utrzymuje się na podwyższonym poziomie, co jest czynnikiem hamującym presję płacową. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednocześnie, że choć dynamika wynagrodzeń pozostaje umiarkowana, to – ze względu na niską inflację – rośnie dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, co wspiera zwiększenie dynamiki konsumpcji.

Część członków Rady podkreślała, że dynamika akcji kredytowej jest wciąż niska, choć następuje jej pewne ożywienie. Zwracano przy tym uwagę, że zwiększeniu skłonności firm do inwestowania – następującemu w warunkach niskich stóp procentowych i poprawiającej się koniunktury – towarzyszy wzrost dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że niskie oprocentowanie depozytów pozostaje czynnikiem ograniczającym skłonność do lokowania środków w systemie bankowym.

Omawiając procesy inflacyjne członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się inflacji wyraźnie poniżej celu, wciąż niską inflację bazową, dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz niskie oczekiwania inflacyjne. Część członków Rady podkreślała, że dostępne prognozy wskazują na bardzo powolny wzrost inflacji i brak zagrożeń dla stabilności cen w średnim okresie.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać utrzymane na

niezmienionym poziomie. Ponadto, Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br. Członkowie Rady wskazywali, że momentem, w którym możliwa będzie pełniejsza ocena potrzeby ewentualnej zmiany okresu sygnalizowanego braku zmian stóp procentowych, będzie prawdopodobnie lipcowe posiedzenie Rady, na którym zaprezentowana zostanie nowa projekcja NBP.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 maja 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą członkowie Rady wskazywali na jej stopniową poprawę. Zwracano uwagę, że – po wyhamowaniu wzrostu gospodarczego na początku br. – najnowsze dane wskazują na ponowny wzrost aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych. W tym kontekście podkreślano, że – pomimo stopniowego zmniejszania skali zakupu aktywów przez Rezerwę Federalną – polityka monetarna w Stanach Zjednoczonych pozostaje bardzo łagodna.

Członkowie Rady wskazywali również na kontynuację powolnego ożywienia gospodarczego w strefie euro. Podkreślano, że w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – ożywienie gospodarcze jest nieco silniejsze niż w pozostałych krajach tego regionu, choć zwrócono uwagę na pewne osłabienie zamówień w niemieckim przemyśle i pogorszenie nastrojów niemieckich przedsiębiorstw w marcu. Wskazywano

również na polepszenie nastrojów na rynkach finansowych krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, które powinno przekładać się na łatwiejszy dostęp do kredytu, a przez to stopniową poprawę sytuacji gospodarczej w niektórych z tych krajów.

Członkowie Rady podkreślali, że inflacja w wielu krajach, w tym zwłaszcza w strefie euro, pozostaje niska mimo postępującego ożywienia gospodarczego. Może to skłonić główne banki centralne do dalszego prowadzenia łagodnej polityki pieniężnej, w tym EBC, do dalszego poluzowania swojej polityki. Niektórzy członkowie Rady wyrażali opinię, że deflacja w strefie euro jest coraz mniej prawdopodobna, na co wskazuje rewizja w górę niektórych prognoz inflacji w strefie euro. Członkowie ci zwracali jednocześnie uwagę na ryzyka związane z dalszym łagodzeniem polityki pieniężnej przez EBC dla wzrostu gospodarczego w dłuższym okresie.

Dyskutując o otoczeniu polskiej gospodarki niektórzy członkowie Rady wskazywali na czynniki, które mogą w nadchodzących latach oddziaływać w kierunku niższego wzrostu gospodarczego w krajach rozwiniętych, w szczególności w strefie euro. Do czynników tych zaliczali oni prawdopodobną kontynuację działań mających na celu zmniejszenie nierównowagi w sektorze finansów publicznych, starzenie się społeczeństw oraz obniżenie nakładów inwestycyjnych w krajach rozwiniętych po globalnym kryzysie finansowym, w tym nakładów na badania i rozwój. Ponadto niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w wyniku działań chińskich władz zmierzających do zmniejszenia zależności wzrostu gospodarczego od nakładów inwestycyjnych może osłabić się popyt na dobra inwestycyjne importowane do Chin z krajów rozwiniętych, w tym zwłaszcza z Niemiec.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w krajach rozwijających się, zwrócono uwagę na osłabienie wzrostu gospodarczego w Chinach w I kw. br. oraz

związane z kryzysem ukraińskim pogorszenie perspektyw gospodarczych na Ukrainie i w Rosji. Omawiając wpływ kryzysu ukraińskiego na polską gospodarkę większość członków Rady oceniała, że nasilający się konflikt na Ukrainie pozostaje źródłem niepewności co do perspektyw kształtowania się wzrostu gospodarczego w Polsce. Wskazywali oni, że pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w Rosji i na Ukrainie oraz osłabienie walut tych krajów może mieć negatywny wpływ na wymianę handlową Polski z rynkami wschodnimi. Jednak niektórzy członkowie Rady byli zdania, że – wobec niewielkiej skali wymiany handlowej Polski z tymi rynkami oraz możliwości przekierowania jej części na inne rynki – kryzys ukraiński będzie miał ograniczony wpływ na polski handel zagraniczny, a w konsekwencji na wzrost gospodarczy w Polsce. Członkowie Rady zwracali również uwagę na nieznaczną dotąd skalę wpływu kryzysu ukraińskiego na nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych i kurs złotego.

Omawiając bieżące dane dotyczące gospodarki krajowej, członkowie Rady zwracali uwagę na kontynuację wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej, a także poprawę w budownictwie, co potwierdza kontynuację stopniowego ożywienia popytu krajowego. Wskazywano, że – wbrew wcześniejszym szacunkom – popyt krajowy był głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego już w IV kw. ub. r., do czego przyczyniło się m.in. znacznie szybsze od oczekiwań ożywienie wydatków inwestycyjnych. Podkreślano jednak, że dane o aktywności gospodarczej były w ostatnim okresie słabsze od oczekiwań, a niektóre z nich, w tym dynamika sprzedaży detalicznej, zamówienia eksportowe oraz wskaźniki wyprzedzające koniunktury, osłabiły się. Zdaniem części członków Rady pogorszenie nastrojów mogło mieć związek ze wzrostem niepewności na skutek eskalacji konfliktu na Ukrainie oraz pogorszeniem perspektyw rozwoju

gospodarczego partnerów handlowych na Wschodzie.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ożywienie aktywności gospodarczej przekłada się na poprawę sytuacji na rynku pracy. Stopniowo rośnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw i obniża się bezrobocie. Członkowie Rady podkreślali, że stopa bezrobocia utrzymuje się jednak na podwyższonym poziomie, co jest czynnikiem hamującym presję płacową. Potwierdza to niska dynamika jednostkowych kosztów pracy. Niektórzy członkowie Rady wyrażali jednak opinię, że – podobnie jak w poprzednich fazach ożywienia – można spodziewać się przyspieszenia wzrostu jednostkowych kosztów pracy w kolejnych kwartałach. Zwracano również uwagę na przyspieszenie wzrostu płac w ostatnich miesiącach. Część członków Rady argumentowała z kolei, że badania koniunktury w sektorze przedsiębiorstw nie sygnalizują przyspieszenia dynamiki wynagrodzeń w najbliższym czasie.

Część członków Rady wskazywała na pewne ożywienie akcji kredytowej w polskiej gospodarce, czemu sprzyja niski koszt kredytu. Równocześnie niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę na niski udział kredytów inwestycyjnych w finansowaniu inwestycji przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Inni członkowie Rady oceniali ponadto, że niskie oprocentowanie depozytów pozostaje czynnikiem ograniczającym skłonność do lokowania środków w systemie bankowym, na co wskazuje obniżająca się dynamika depozytów przedsiębiorstw.

Omawiając procesy inflacyjne członkowie Rady zwracali uwagę na utrzymywanie się inflacji wyraźnie poniżej celu i wciąż niską – pomimo pewnego wzrostu jednej z jej miar – inflację bazową. Podkreślano również, że ceny produkcji sprzedanej przemysłu nadal się obniżają, a oczekiwania inflacyjne pozostają niskie. Część członków Rady zwróciła uwagę, że dostępne prognozy wskazują na nieco wolniejszy niż w projekcji marcowej wzrost

inflacji w nadchodzących miesiącach. Niektórzy członkowie Rady wyrazili opinię, że inflacja może w związku z tym powrócić do celu później niż wskazywała projekcja marcowa. Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego może przełożyć się na wzrost inflacji w większym stopniu niż wskazują dostępne obecnie prognozy. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że sytuacja na Ukrainie, a także niekorzystne warunki meteorologiczne w wielu krajach będących znaczącymi eksporterami surowców żywnościowych, przyczyniają się do silnego wzrostu ich cen na światowych rynkach. Oddziałuje to w kierunku wyższej dynamiki cen żywności, której spadek w poprzednich miesiącach – obok niskiej dynamiki cen energii – był jednym z głównych czynników obniżających inflację.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać utrzymane na niezmiennym poziomie. Ponadto, Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br. Członkowie Rady wskazywali, że momentem, w którym możliwa będzie pełniejsza ocena perspektyw makroekonomicznych potrzebna do ewentualnej zmiany okresu sygnalizowanego braku zmian stóp procentowych, będzie prawdopodobnie lipcowe posiedzenie Rady, na którym zaprezentowana zostanie nowa projekcja NBP.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

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

W trakcie posiedzenia członkowie Rady Polityki Pieniężnej dyskutowali na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej

w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce i za granicą.

Omawiając kształtowanie się koniunktury za granicą, członkowie Rady wskazywali, że wzrost aktywności na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja w poszczególnych gospodarkach jest nadal zróżnicowana. Część członków Rady podkreślała, że opublikowane ostatnio dane o aktywności w głównych gospodarkach były słabsze od oczekiwań. W szczególności, PKB w Stanach Zjednoczonych niespodziewanie spadł w I kw., choć najprawdopodobniej jedynie przejściowo. Z kolei w strefie euro wzrost PKB ukształtował się na niskim poziomie, a niektóre wskaźniki koniunktury sygnalizowały osłabienie tempa poprawy koniunktury w sektorze przemysłowym w maju br.

Dyskutując na temat strefy euro, część członków Rady zwracała uwagę na zróżnicowanie tempa wzrostu gospodarczego w tym regionie. Podczas gdy we Włoszech PKB w I kw. obniżył się, a we Francji nie uległ zmianie, to w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – wzrost gospodarczy przyspieszył. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że perspektywy niemieckiego eksportu są ograniczane przez utrzymywanie się relatywnie niskiego wzrostu gospodarczego w Chinach, a także spowolnienie gospodarcze w Rosji. Część członków Rady zaznaczyła również, że widoczne już w ub.r. osłabienie wymiany handlowej Polski z Rosją i Ukrainą nasiliło się w pierwszych miesiącach br.

Omawiając politykę pieniężną za granicą, członkowie Rady zwracali uwagę na zapowiedź złagodzenia polityki pieniężnej na czerwcowym posiedzeniu EBC. Część członków Rady podkreślała, że – pomimo stopniowego zmniejszania przez Rezerwę Federalną skali łagodzenia ilościowego – również w Stanach Zjednoczonych polityka pieniężna pozostaje silnie ekspansywna. Wskazywali oni ponadto, że polityka pieniężna w regionie Europy Środkowo-Wschodniej

pozostaje łagodna, a Narodowy Bank Węgier (MNB) obniżył ostatnio główną stopę procentową do poziomu 2,4%. Niektórzy członkowie Rady podkreślali, że pomimo ekspansywnej polityki pieniężnej prowadzonej w ostatnich latach przez wiele banków centralnych, inflacja na świecie pozostaje niska.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, członkowie Rady wskazywali na utrzymywanie się inflacji w strefie euro na niskim poziomie, do czego przyczynia się nie tylko ujemna łączna dynamika cen żywności i energii, ale także niska inflacja bazowa. Zwracano uwagę, że inflacja w strefie euro pozostaje wyraźnie poniżej poziomu uznawanego przez EBC za zgodny z definicją stabilności cen. W tym kontekście wyrażono opinię, że utrzymywanie się niskiej inflacji utrudnia proces delewarowania w krajach członkowskich strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Zaznaczono ponadto, że inflacja w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich miesiącach również się obniżyła, kształtując się nieznacznie powyżej zera lub nawet na ujemnym poziomie. Zwracano uwagę, że – podobnie jak w strefie euro – obniżeniu się inflacji CPI w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w ostatnich miesiącach towarzyszył również spadek inflacji bazowej.

Odnosząc się do sytuacji gospodarczej w Polsce, członkowie Rady wskazywali, że dynamika PKB w I kw. była zbliżona do przewidywanej w marcowej projekcji i potwierdziła stopniowe ożywienie polskiej gospodarki. Podkreślono korzystną strukturę wzrostu PKB, w szczególności szybszy niż w poprzednim kwartale wzrost popytu krajowego, w tym zwłaszcza inwestycyjnego, przy jednoczesnym utrzymaniu się nadwyżki w obrotach handlowych. Część członków Rady wskazywała jednak na wyhamowanie poprawy niektórych wskaźników koniunktury w sektorze przemysłowym, do czego przyczyniło się osłabienie częściowych wskaźników dotyczących zamówień, zatrudnienia i produkcji. W ocenie tych członków

Rady, obniżenie się niektórych wskaźników koniunktury może sygnalizować ryzyko dla dalszego ożywienia polskiej gospodarki.

Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że stopa inwestowania w Polsce pozostaje na niskim poziomie w stosunku do innych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Wskazywali oni również na niski – w porównaniu do innych krajów Unii Europejskiej – udział inwestycji prywatnych w inwestycjach ogółem. W tym kontekście wskazywano jednak na ożywienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, w tym na cele inwestycyjne.

Członkowie Rady zwracali uwagę, że ożywienie aktywności gospodarczej przekłada się na poprawę sytuacji na rynku pracy. Powoli rośnie zatrudnienie w gospodarce i obniża się bezrobocie. Podkreślano, że – pomimo stopniowego ożywienia na rynku pracy – presja płacowa pozostaje ograniczona, do czego przyczynia się równoczesny wzrost aktywności zawodowej.

Omawiając procesy inflacyjne, członkowie Rady zwracali uwagę, że inflacja w kwietniu obniżyła się, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP i kształtując się znacznie poniżej ścieżki z marcowej projekcji. Na spadek inflacji w kwietniu złożyło się w szczególności obniżenie się inflacji bazowej oraz spadek dynamiki cen żywności. Część członków Rady wskazywała ponadto, że do obniżania się inflacji w ostatnich miesiącach przyczyniał się spadek cen coraz większej liczby dóbr. Niektórzy członkowie Rady wskazywali również na utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej, ujemną dynamikę deflatora sprzedaży detalicznej i dalszy spadek cen importu.

W odniesieniu do przewidywanego kształtowania się inflacji w kolejnych miesiącach, członkowie Rady zwracali uwagę, że niektóre prognozy krótkookresowe sygnalizują, iż w ciągu najbliższego roku pozostanie ona najprawdopodobniej poniżej poziomu przewidywanego w marcowej projekcji.

Część członków Rady zaznaczała także, że – zgodnie z dostępnymi prognozami – wzrosło prawdopodobieństwo przejściowego obniżenia się inflacji poniżej zera w miesiącach letnich. Wskazywano także na obniżenie się długookresowych oczekiwań inflacyjnych implikowanych z obligacji indeksowanych do inflacji. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że – w przypadku utrzymania się obecnego tempa wzrostu gospodarczego – ożywienie presji popytowej będzie oddziaływać w kierunku wyższej inflacji. Argumentowali oni również, że w związku z ograniczeniem produkcji ropy naftowej w niektórych krajach ceny tego surowca mogą wzrosnąć w nadchodzącym okresie.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać utrzymane na obecnym poziomie. Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione do końca trzeciego kwartału br. Dyskutując na temat przyszłych decyzji, większość członków Rady wskazywała, że obniżeniu się ścieżki przewidywanej inflacji w stosunku do marcowej projekcji towarzyszy wzrost niepewności, w szczególności w zakresie tempa ożywienia gospodarczego w nadchodzących kwartałach oraz perspektyw polityki pieniężnej za granicą. W tej sytuacji członkowie Rady uznali, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej i ewentualnego dostosowania poziomu stóp procentowych będzie możliwa po zapoznaniu się z napływającymi informacjami, w tym z lipcową projekcją NBP.

Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna 2,50%, stopa lombardowa 4,00%, stopa depozytowa 1,00%, stopa redyskonta weksli 2,75%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 1-2 lipca 2014 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie: stopa referencyjna

2,50% w skali rocznej; stopa lombardowa 4,00% w skali rocznej; stopa depozytowa 1,00% w skali rocznej; stopa redyskonta weksli 2,75% w skali rocznej.

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych – po spadku PKB na początku br. – wskaźniki aktywności gospodarczej w ostatnich miesiącach poprawiły się. W strefie euro kontynuowane jest stopniowe ożywienie koniunktury. W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska jak na te kraje. Umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu gospodarkach, w tym w strefie euro oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Główne banki centralne nadal prowadzą ekspansywną politykę pieniężną. W czerwcu Europejski Bank Centralny obniżył stopy procentowe oraz zapowiedział przeprowadzenie dodatkowych operacji zasilających banki w płynność, co ma na celu zwiększenie akcji kredytowej.

W Polsce utrzymuje się stopniowe ożywienie gospodarcze. Dane za maj pokazują jednak, że roczna dynamika produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej była niższa niż w poprzednich miesiącach. Jednocześnie w ostatnim okresie część wskaźników koniunktury obniżyła się, co sygnalizuje możliwość spowolnienia tempa poprawy koniunktury.

Ożywieniu gospodarczemu towarzyszy umiarkowany wzrost dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Stopniowo poprawia się sytuacja na rynku pracy. Dane z sektora przedsiębiorstw za maj wskazują na stabilizację zatrudnienia oraz niewielkie przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń.

Towarzyszy temu obniżenie stopy bezrobocia, która pozostaje jednak na podwyższonym poziomie.

W maju inflacja CPI była niższa od oczekiwań i wyniosła 0,2%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Równocześnie wszystkie miary inflacji bazowej pozostały bardzo niskie. Towarzyszył temu dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz obniżenie się oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

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 lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 13 czerwca 2014 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale -0,1-0,4% w 2014 r. (wobec 0,8-1,4% w projekcji z marca 2014 r.), 0,5-2,1% w 2015 r. (wobec 1,0-2,6%) oraz 1,3-3,1% w 2016 r. (wobec 1,6-3,3%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej

projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,2-4,1% w 2014 r. (wobec 2,9-4,2% w projekcji z marca 2014 r.), 2,6-4,5% w 2015 r. (wobec 2,7-4,8%) oraz 2,3-4,5% w 2016 r. (wobec 2,3-4,8%).

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie bardzo niska i może przejściowo obniżyć się poniżej zera. W kolejnych kwartałach trwające ożywienie gospodarcze oraz poprawa sytuacji na rynku pracy powinny sprzyjać stopniowemu wzrostowi inflacji i przybliżaniu się jej do celu w horyzoncie projekcji. Taką ocenę wspiera lipcowa projekcja inflacji i PKB. Utrzymuje się jednak niepewność dotycząca skali dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oraz perspektyw powrotu inflacji do celu.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uwarunkowane napływającymi informacjami wpływającymi na ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w średnim okresie.

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 przy założeniu stałych stóp procentowych NBP. Nadzór merytoryczny nad pracami związanymi z projekcją sprawował Andrzej Sławiński, dyrektor Instytutu Ekonomicznego. Prace koordynowane były przez Biuro Prognoz i 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 lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2014 r. do IV kw. 2016 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2014 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 13 czerwca 2014 r.

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

4.1 Synteza

Zgodnie z szacunkiem GUS za I kw. br., polska gospodarka znajduje się w fazie ożywienia (Wykres 4.1), w skali zbliżonej do oczekiwań z poprzedniej, marcowej *Projekcji inflacji i PKB*. Dane z rachunków narodowych wskazują ponadto na korzystną strukturę krajowego wzrostu – na dynamikę 3,4% r/r w I kw. br. złożyła się poprawa popytu konsumpcyjnego (indywidualnego i zbiorowego) i inwestycyjnego przy nadal dodatnim wkładzie eksportu netto.

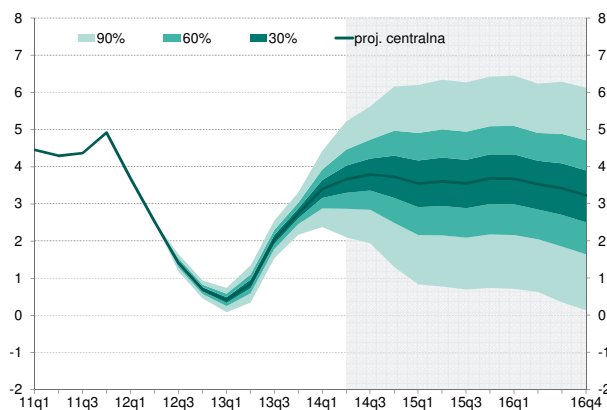
W horyzoncie projekcji dynamika PKB ustabilizuje na średnim poziomie 3,6% r/r, a więc nieco niższym od wieloletniej średniej sprzed światowego kryzysu finansowego. Czynnikiem ograniczającym skalę poprawy krajowej koniunktury jest prognozowane jedynie umiarkowane ożywienie w strefie euro.

Bieżąca projekcja wskazuje na zrównoważoną strukturę dynamiki PKB w najbliższych latach: utrzymany zostanie pozytywny wkład do wzrostu konsumpcji indywidualnej, inwestycji i spożycia zbiorowego. Zakończy się trwająca od 2011 r. poprawa salda handlowego, wzrostowi gospodarczemu w latach 2014-2016 towarzyszyć będzie natomiast odbudowa stanu zapasów.

Do stabilnego wzrostu spożycia indywidualnego w horyzoncie projekcji przyczyni się dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie w systematycznym wzroście zatrudnienia i płac. Pozytywnie na konsumpcję oddziaływać będzie także, zwłaszcza w krótkim horyzoncie, niska inflacja, zwiększająca dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych w ujęciu realnym.

Stopniowej odbudowie popytu inwestycyjnego sprzyjać będzie poprawiająca się w całym horyzoncie projekcji koniunktura w kraju i w

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



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

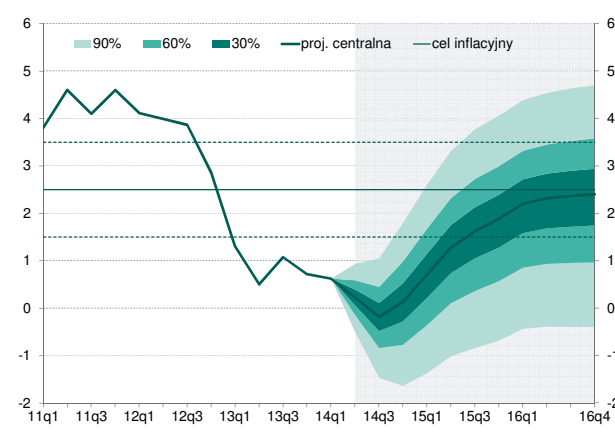
otoczeniu polskiej gospodarki. W latach 2014-2015 tempo wzrostu inwestycji podwyższać będzie dodatkowo zwiększający się napływ transferów kapitałowych z UE. W 2016 r., gdy zakończy się wykorzystanie środków z perspektywy finansowej UE 2007-2013, dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyhamuje.

Wraz z postępującym ożywieniem w polskiej gospodarce PKB będzie rósł szybciej niż produkt potencjalny. W konsekwencji ujemna od połowy 2012 r. luka popytowa, będąca syntetyczną miarą presji inflacyjnej w gospodarce, zacznie się stopniowo domykać, zbliżając się do poziomu bliskiego zera w latach 2015-2016.

Ze względu na charakter dostosowań cenowych w gospodarce, inflacja CPI z opóźnieniem reaguje na wielkość luki popytowej. Niski poziom inflacji w krótkim horyzoncie projekcji (Wykres 4.2) jest zatem skutkiem spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego w 2013 r., wpływającego zwłaszcza na poziom inflacji bazowej. Do spadku inflacji CPI w 2014 r. przyczyni się również obniżenie inflacji cen żywności, związane z korzystnymi warunkami pogodowymi pozytywnie wpływającymi na zbiory owoców i warzyw oraz z wprowadzeniem przez Rosję embarga na import z Polski mięsa wieprzowego. W bieżącym roku obniżą się także ceny energii, czemu sprzyjać będzie polityka taryfowa URE, efektem której jest spadek cen energii elektrycznej oraz nieznaczna podwyżka cen gazu ziemnego w styczniu br.

Ożywienie w polskiej gospodarce wpłynie na wzrost w latach 2015-2016 dynamiki cen wszystkich głównych komponentów koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych (inflacji bazowej, cen żywności, cen energii). Ze względu na umiarkowaną skalę ożywienia, inflacja CPI pozostanie jednak na niskim poziomie, kształtując się do końca horyzontu projekcji poniżej celu inflacyjnego NBP. Ograniczeniu presji inflacyjnej sprzyjać będą także stabilne ceny surowców na

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



rynkach światowych przy wolno rosnącym popycie globalnym oraz wzroście podaży ropy naftowej i gazu ziemnego z łupków.

Głównym źródłem niepewności dla prognozy inflacji i PKB jest rozwój sytuacji w strefie euro. Ocenia się, że ze względu na powolne wychodzenie strefy euro z fazy spowolnienia i towarzyszącą temu bardzo niską presję inflacyjną bardziej prawdopodobne jest utrzymanie się inflacji zarówno na świecie, jak i w Polsce poniżej ścieżki założonej w scenariuszu centralnym projekcji. Znajduje to odzwierciedlenie w asymetrii w dół wykresu wachlarzowego dla tej zmiennej podczas gdy dla PKB bilans czynników ryzyka oceniany jest jako symetryczny (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

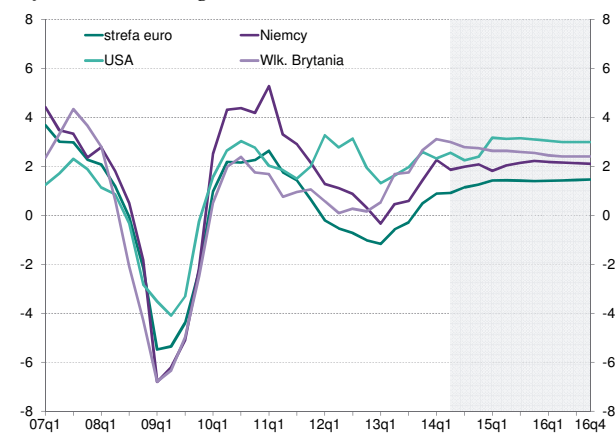
4.2 Otoczenie zewnętrzne

Bieżące prognozy wskazują na stopniową poprawę koniunktury w otoczeniu zewnętrznym⁷¹ polskiej gospodarki, w skali zbliżonej do oczekiwań z projekcji marcowej. Tempo wzrostu gospodarczego za granicą w horyzoncie projekcji stopniowo rośnie, kształtując się jednak poniżej średniej wieloletniej sprzed kryzysu finansowego (Wykres 4.3).

Spośród głównych partnerów handlowych Polski uwzględnionych bezpośrednio w projekcji najkorzystniej kształtują się perspektywy wzrostu w Stanach Zjednoczonych – w latach 2014-2016 prognozowane jest przyspieszenie dynamiki PKB w tej gospodarce, do średniego poziomu 2,8% r/r. Za takim scenariuszem przemawia m.in. obniżająca się stopa bezrobocia oraz poprawa nastrojów przedsiębiorców i konsumentów (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*).

W strefie euro w latach 2014-2016 można spodziewać się jedynie umiarkowanego ożywienia, ze średnią dynamiką PKB na poziomie

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)

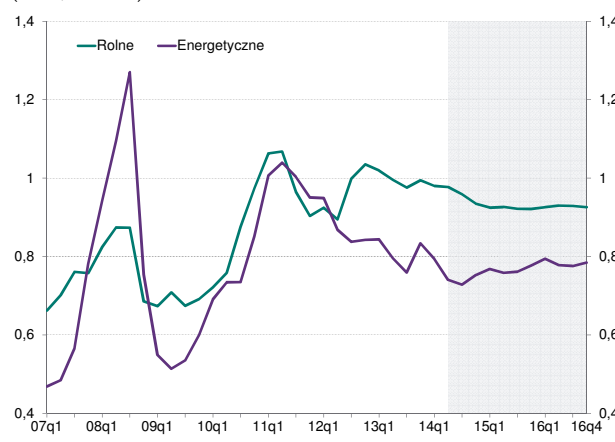


⁷¹ W modelu NECMOD otoczenie zagraniczne reprezentowane jest przez strefę euro, Wielką Brytanię oraz Stany Zjednoczone.

1,3% r/r. Prognoza ta wspierana jest korzystnymi perspektywami dla eksportu, w związku z przyspieszeniem wzrostu popytu w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii oraz postępującą restrukturyzacją sektora eksportowego w krajach strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Oczekuje się również stopniowej odbudowy popytu wewnętrznego strefy euro, na co wskazują pozytywne odczyty nastrojów konsumentów (szczególnie w Niemczech, Włoszech i Hiszpanii) oraz wzrost sprzedaży detalicznej. Czynnikiem ograniczającym popyt wewnętrzny pozostanie natomiast kontynuacja procesu oddłużania sektora prywatnego oraz problemy w dostępie do kredytu bankowego dla przedsiębiorstw w niektórych krajach strefy euro.

Indeks cen surowców energetycznych na rynkach światowych⁷² (Wykres 4.4) w krótkim horyzoncie projekcji kształtuje się na poziomie nieco niższym niż oczekiwano w poprzedniej rundzie prognostycznej, co wynika z rewizji w dół prognoz cen gazu ziemnego i, w mniejszym stopniu, węgla kamiennego. Do korekty cen tych surowców przyczynił się niższy popyt związany z relatywnie ciepłą zimą w Europie. Wpływ ten będzie w horyzoncie projekcji stopniowo wygasał, wspierając powrót cen surowców energetycznych ujętych w indeksie do poziomu z projekcji marcowej. W latach 2015-2016 dynamika indeksu utrzymać się będzie jednak na niskim poziomie, na co wpłynie umiarkowane tempo wzrostu w gospodarce światowej oraz korzystne uwarunkowania podażowe. Oczekuje się, że do wzrostu podaży ropy naftowej przyczyni się rosnące wydobywanie ropy z łupków w Stanach Zjednoczonych oraz, w dłuższym horyzoncie, normalizacja sytuacji w krajach wydobywających ropę naftową, w których mają miejsce konflikty militarne (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowców*).

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



⁷² Światowy indeks cen surowców energetycznych uwzględnia ceny: węgla kamiennego, ropy naftowej, gazu ziemnego.

W najbliższych latach rosnać będzie także podaż gazu ziemnego z łupków.

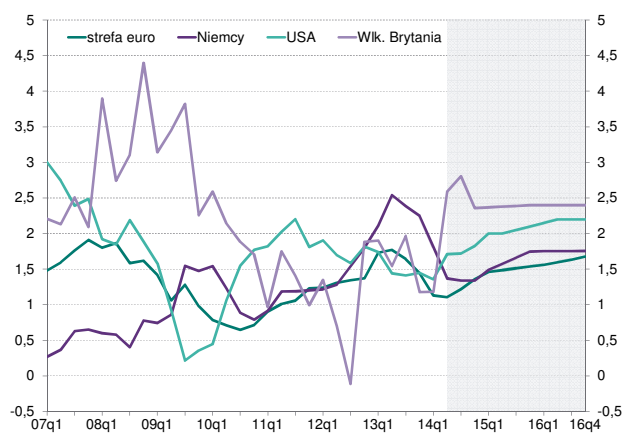
Prognoza indeksu cen surowców rolnych nie zmieniła się istotnie względem oczekiwań z projekcji marcowej. Efekt wyższych, zwłaszcza w krótkim horyzoncie, cen cukru, kawy i zamrożonego soku pomarańczowego, do czego w dużym stopniu przyczyniły się złe warunki agrometeorologiczne w Brazylii oraz Stanach Zjednoczonych, bilansowany będzie przez niższe od oczekiwań ceny mleka i wyrobów mlecznych związane z osłabieniem popytu ze strony Rosji i Chin (Wykres 4.4). W średnim i długim horyzoncie projekcji indeks ustabilizuje się, do czego przyczyni się jedynie umiarkowany wzrost popytu ze strony rynków wschodzących.

Przy założonej w projekcji niewielkiej skali ożywienia koniunktury za granicą przy wciąż wysokiej stopie bezrobocia w strefie euro oraz relatywnie stabilnych cenach surowców, inflacja w strefie euro i USA utrzymać się będzie do końca 2016 r. na niskim poziomie (Wykres 4.5).

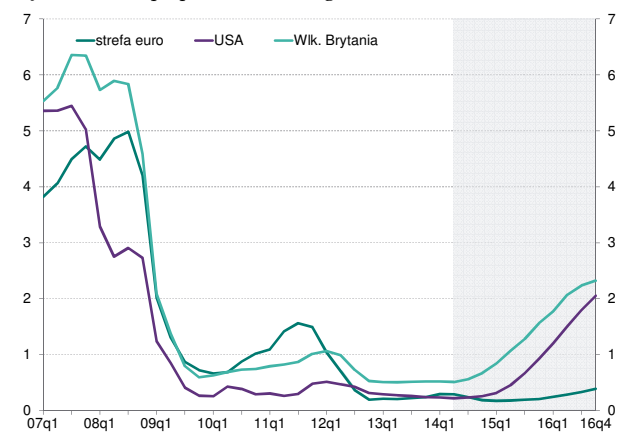
W świetle powyższych uwarunkowań scenariusz projekcyjny zakłada kontynuację akomodacyjnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne (Wykres 4.6, por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*). W szczególności, w projekcji przyjęto, że w najbliższych kwartałach zarówno Bank Anglii jak i Fed będą utrzymywały dotychczasowy poziom stóp procentowych z możliwością ich podwyżek nie wcześniej niż w I kw. 2015 r. Z kolei EBC rozpocznie cykl zacieśniania polityki pieniężnej nie wcześniej niż pod koniec 2016 r.

Oczekiwania niższego niż w Stanach Zjednoczonych wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz oddalająca się w czasie perspektywa zacieśnienia polityki monetarnej przez EBC wskazują na możliwość umiarkowanego osłabienia kursu euro wobec dolara amerykańskiego – do

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



Wykres 4.6 Stopa procentowa za granicą (%)



poziomu 1,29 w średnim i długim horyzoncie projekcji.

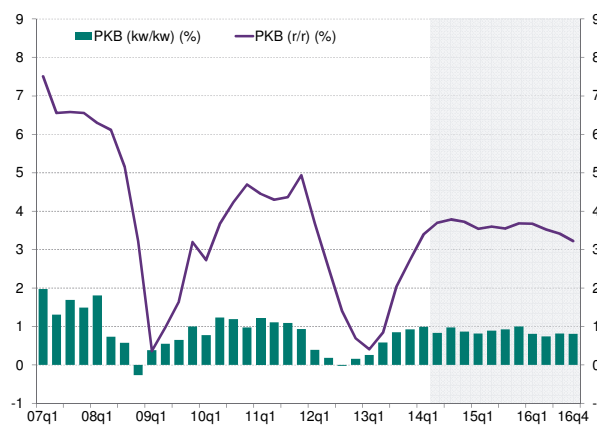
4.3 Gospodarka polska w latach 2014-2016

Popyt zagregowany

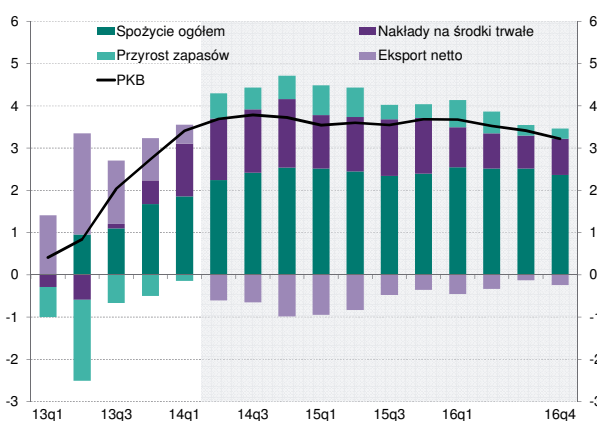
Odczyt PKB w I kw. br. (3,4% r/r) potwierdził utrzymanie się wzrostowej tendencji dynamiki popytu krajowego obserwowanej na przestrzeni ubiegłego roku, przy malejącym, choć nadal dodatnim, wkładzie eksportu netto. W horyzoncie projekcji popyt krajowy będzie nadal rósł, przy czym w średnim i dłuższym horyzoncie tempo tego procesu wyhamuje, m.in. ze względu na oczekiwany spadek transferów kapitałowych będący efektem zakończenia rozliczenia perspektywy finansowej UE 2007-2013 (Wykres 4.11). Wyrażna odbudowa popytu krajowego, przy jedynie nieznacznym wzroście popytu zagranicznego, spowoduje, że wkład eksportu netto będzie kształtował się na ujemnym poziomie (Wykres 4.8). Substytucja eksportu netto odbudową popytu krajowego sprawi, że wzrost PKB będzie w latach 2014-2016 utrzymywał się na stabilnym poziomie (Wykres 4.7).

W krótkim horyzoncie projekcji dynamika spożycia indywidualnego, podobnie jak w 2013 r., nadal będzie przyspieszać (Wykres 4.9), by w latach 2015-2016 ustabilizować się na średnim poziomie 3,3% r/r. Na konsumpcję pozytywnie wpłynie poprawa sytuacji na rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie we wzroście zatrudnienia i dynamiki płac. W efekcie dynamika deflowanego cenami konsumenta funduszu płac, kształtować się będzie w horyzoncie projekcji na średnim poziomie 4,6% r/r, najwyższym od wybuchu światowego kryzysu finansowego. Kolejnym czynnikiem wspierającym odbudowę

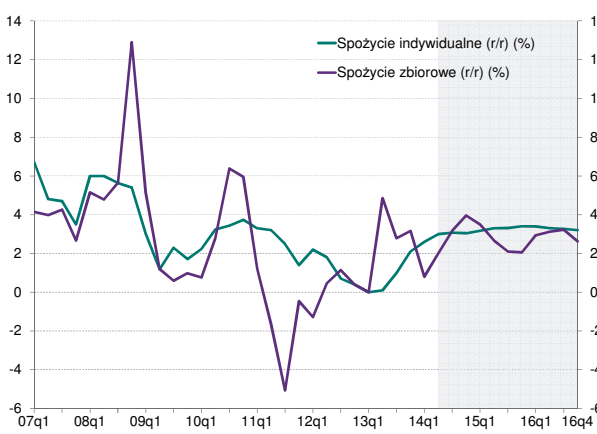
Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy



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



Wykres 4.9 Spożycie indywidualne i zbiorowe



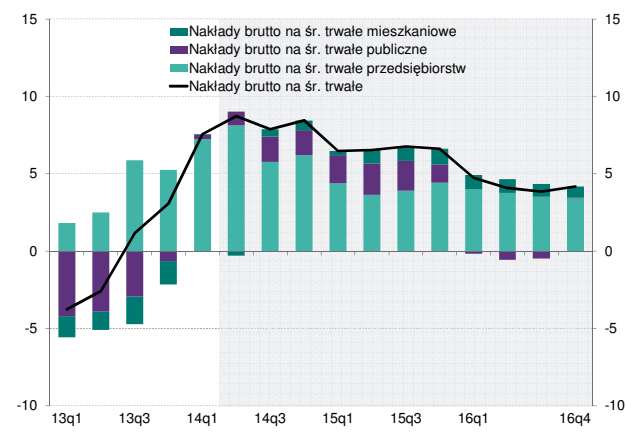
popytu konsumpcyjnego będzie rosnąca dynamika dochodów z pracy na własny rachunek.

Pozytywnie na wzrost spożycia indywidualnego będzie dodatkowo wpływał rosnący wolumen kredytów konsumpcyjnych przy utrzymującej się na niskim poziomie stopie oszczędności. Wzrost wielkości zaciąganych kredytów nastąpi w warunkach poprawy sytuacji gospodarstw domowych i złagodzenia kryteriów udzielania kredytów po znowelizowaniu Rekomendacji T. Wzrost dochodów do dyspozycji będzie natomiast ograniczany przez stosunkowo niską dynamikę wydatków na emerytury i renty wynikającą z ograniczenia przywilejów uprawniających do wcześniejszego przechodzenia na emeryturę, podniesienia wieku emerytalnego oraz niskiego poziomu wskaźnika waloryzacji tych świadczeń. W tym samym kierunku, choć w mniejszej skali, oddziaływać będą niskie dochody z lokat bankowych i obligacji. Negatywnie na wielkość dochodów z tytułu własności wpływać będzie bowiem historycznie niski poziom stóp procentowych NBP, które – zgodnie z przyjmowanym w każdej rundzie progностycznej założeniem – pozostaną niezmiennione.

Do końca 2015 r. dynamika spożycia zbiorowego utrzymywać się będzie na umiarkowanym poziomie, zbliżonym do odnotowanego w 2013 r., do czego w dużym stopniu przyczyni się utrzymanie zamrożenia płac w sferze budżetowej. W 2016 r., gdy przywrócona zostanie możliwość wzrostu wynagrodzeń w administracji publicznej, dynamika spożycia zbiorowego przyspieszy, choć nadal pozostanie niższa od tempa wzrostu PKB.

W latach 2014-2016 wzrost nakładów brutto na środki trwałe wspierać będzie poprawa koniunktury za granicą oraz relatywnie niskie (i obniżające się w horyzoncie projekcji) realne stopy procentowe. Na dynamikę procesu odbudowy inwestycji w najbliższych latach

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



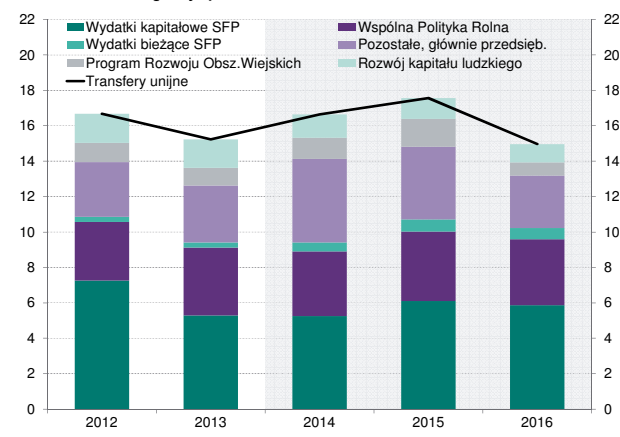
istotnie wpływać będzie także kształtowanie się poziomu wykorzystania transferów kapitałowych z UE (Wykres 4.10, Wykres 4.11, Wykres 4.12).

W I kw. br. wzrost nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw⁷³ (11,1% r/r według szacunków NBP) wspierany był przez czynniki o charakterze jednorazowym, m.in. korzystne warunki meteorologiczne oraz wysokie wydatki na zakup środków transportu. Wydatki te związane były z obowiązującymi do końca marca br. korzystnymi przepisami odnośnie do możliwości pełnego odliczenia VAT od zakupu aut z homologacją ciężarową.

W krótkim horyzoncie projekcji dynamika inwestycji przedsiębiorstw utrzyma się na podwyższonym poziomie ze względu na ożywienie gospodarcze w kraju i za granicą oraz historycznie wysokie wykorzystanie transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego (Wykres 4.11).

W średnim i dłuższym horyzoncie projekcji tempo wzrostu nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw obniży się do poziomu średnio 5,8% r/r. Na spowolnienie procesu odbudowy inwestycji w latach 2015-2016 wpłynie niższa, względem 2014 r., dynamika popytu krajowego i tylko ograniczone przyspieszenie wzrostu PKB za granicą. Inwestycje przedsiębiorstw w tym horyzoncie obniżyć będzie także zakończenie procesu wykorzystywania środków z perspektywy finansowej UE 2007-2013 skutkujące obniżeniem transferów kapitałowych ze środków UE przeznaczonych dla przedsiębiorstw. Za realizacją scenariusza spowolnienia wzrostu inwestycji w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji przemawia wyhamowanie w I kw. br. niektórych pozytywnych tendencji obserwowanych

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



⁷³ W modelu NECMOD nakłady brutto na środki trwałe dzielą się na trzy kategorie: inwestycje przedsiębiorstw, publiczne oraz mieszkaniowe. Zatem w modelu kategoria inwestycje przedsiębiorstw obejmuje inwestycje sektora przedsiębiorstw (zgodnie z metodologią rachunków narodowych) oraz część inwestycji sektora gospodarstw domowych (np. inwestycje mikroprzedsiębiorstw, inwestycje indywidualnych gospodarstw rolnych).

w ostatnich kwartałach, w tym ograniczenie tempa wzrostu wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji przedsiębiorstw⁷⁴. Badania koniunktury NBP wskazują ponadto na korektę optymizmu przedsiębiorstw w II kw. br. w takich obszarach jak oczekiwany popyt, zamówienia, eksport oraz ogólna ocena sytuacji bieżącej⁷⁵.

Wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie wspierać natomiast ich relatywnie dobra sytuacja finansowa, pozwalająca na finansowanie inwestycji ze środków własnych⁷⁶. Dodatkowo pozostawanie stóp procentowych na ich obecnym, historycznie niskim poziomie (co wynika z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP), wpłynęłoby na wzrost popytu na kredyt inwestycyjny. W horyzoncie projekcji czynnikiem zwiększającym popyt na kredyt będzie także program *Portfelowej Linii Gwarancyjnej De Minimis*. Gwarancje z tego programu ułatwiają uzyskanie kredytu mikrofirmom oraz małym i średnim przedsiębiorstwom nieposiadającym wystarczającego majątku na zabezpieczenie kredytu inwestycyjnego. Na wzrost inwestycji przedsiębiorstw pozytywnie wpłyną także rosnące inwestycje odtworzeniowe, na co wskazuje m.in. wyższy od wieloletniej średniej poziom wykorzystania mocy produkcyjnych⁷⁷.

W 2013 r. nastąpił spadek inwestycji publicznych, związany z obniżeniem nakładów na realizację projektów drogowych oraz ograniczaniem wydatków majątkowych samorządów w efekcie działania samorządowych reguł fiskalnych. W krótkim i średnim horyzoncie projekcji oczekuje się odwrócenia tej spadkowej tendencji. W ostatnich latach nastąpiła bowiem wyraźna

⁷⁴ Por. *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w I kw. 2014 r.*, NBP.

⁷⁵ Por. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2014 roku*, NBP.

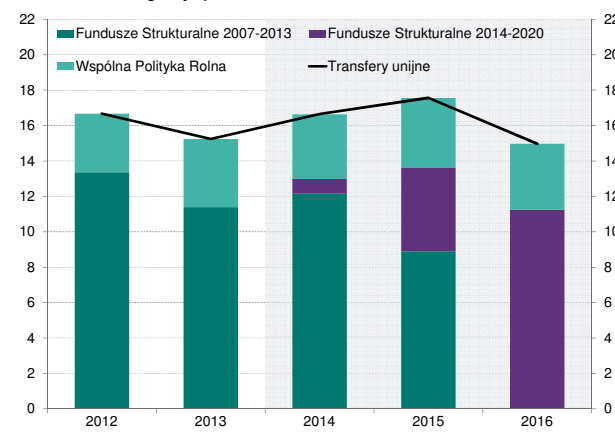
⁷⁶ Por. *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w I kw. 2014 r.*, NBP.

⁷⁷ Por. *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2014 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2014 roku*, NBP.

poprawa sytuacji finansowej jednostek samorządu terytorialnego (oraz ograniczenie ich deficytu z poziomu ok. 15 mld zł w 2010 r. do 0,4 mld zł w 2013 r.), co zmniejszy presję na ograniczanie ich wydatków. W tym samym kierunku oddziaływać będzie oczekiwana poprawa sytuacji gospodarczej w kraju, która przyczyni się do wzrostu dochodów podatkowych. Ponadto, od 2014 r. na szczeblu centralnym, a od 2015 r. także na szczeblu samorządowym, rozpocznie się wykorzystywanie funduszy UE z perspektywy finansowej 2014-2020 (Wykres 4.12). Wskazują na to m.in. podjęte przez rząd decyzje o włączeniu do *Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015* nowych inwestycji drogowych, wykorzystujących fundusze strukturalne już z perspektywy finansowej UE 2014-2020. Zgodnie z aktualnymi zapisami *Programu*, nakłady na ten cel mają wynieść 2,9 mld zł w 2014 r. i 11,0 mld zł w 2015 r. W 2014 r., a zwłaszcza w 2015 r., nałoży się zatem wykorzystanie funduszy z bieżącej (2007-2013) i nowej perspektywy finansowej UE (2014-2020). W 2016 r. zakończy się wykorzystanie środków z perspektywy finansowej UE 2007-2013 i nastąpi ponowny spadek wykorzystania transferów strukturalnych UE przeznaczonych na współfinansowanie inwestycji SFP. W konsekwencji obniżeniu ulegną inwestycje publiczne mierzone ogółem.

W horyzoncie projekcji, w ślad za poprawą sytuacji gospodarstw domowych nastąpi, z pewnym opóźnieniem, ożywienie inwestycji mieszkaniowych. Po spadku w 2013 r., dynamika nakładów mieszkaniowych w 2014 r. będzie już dodatnia, a w latach 2015-2016 osiągnie średni poziom 6,9% r/r. Na wzrost popytu mieszkaniowego wpływać będzie wprowadzony od 2014 r. rządowy program *Mieszkanie dla Młodych* oraz założona w projekcji stabilność stóp procentowych na historycznie niskim poziomie. Oba czynniki przeważą wpływ wprowadzonej na początku br. nowelizacji Rekomendacji S,

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



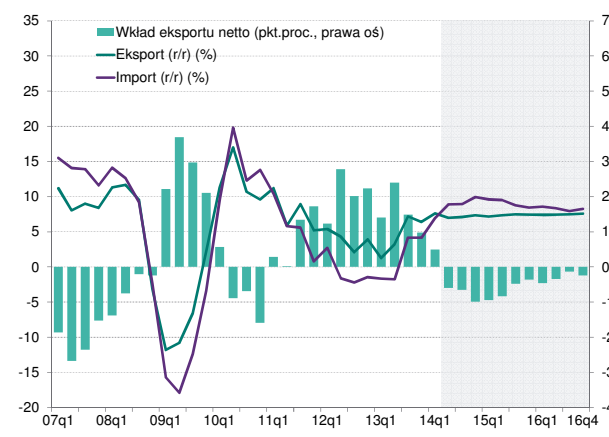
zaostżającej kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych. Na realizację scenariusza ożywienia na rynku inwestycji mieszkaniowych wskazuje obserwowany od III kw. 2013 r. stopniowy wzrost wartości nowo podpisanych umów kredytów mieszkaniowych⁷⁸ i liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto⁷⁹. W I kw. br. odnotowano także, po raz pierwszy od dwóch lat, roczny wzrost liczby wydanych pozwoleń na budowę mieszkań.

Wraz z poprawą sytuacji za granicą i wzrostem popytu krajowego, w latach 2014-2015 nastąpi zwiększenie się obrotów handlowych przy obniżającym się wkładzie eksportu netto do wzrostu (Wykres 4.13). Wynika to z większej wrażliwości polskiego importu niż eksportu na poprawę koniunktury w kraju i za granicą. Tym samym wkład eksportu netto do wzrostu w krótkim i średnim horyzoncie projekcji pozostanie ujemny. W długim horyzoncie projekcji, w reakcji na spadek dynamiki popytu krajowego, tempo wzrostu importu będzie się stopniowo obniżać. W konsekwencji od początku 2016 r. wkład eksportu netto do wzrostu zacznie rosnać – do końca horyzontu projekcji pozostanie on jednak ujemny.

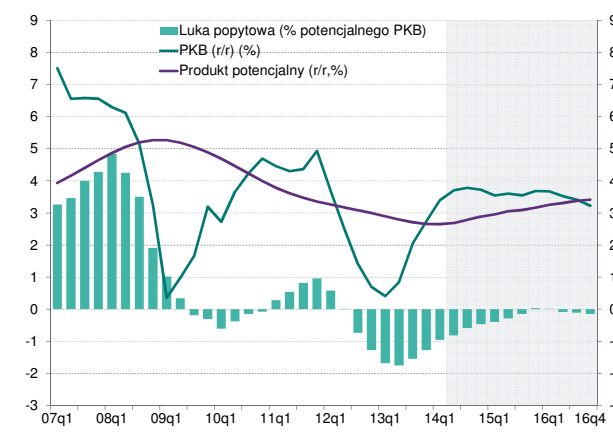
Równowaga makroekonomiczna

Po okresie światowego kryzysu finansowego dynamika produktu potencjalnego w Polsce wyraźnie obniżyła się. W horyzoncie projekcji oczekiwane jest stopniowe przyspieszenie wzrostu potencjalnego PKB, choć jego dynamika pozostanie na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Wraz z wchodzeniem gospodarki polskiej w fazę ożywienia PKB od początku 2014 r. rośnie szybciej niż produkt potencjalny. W konsekwencji ujemna od II poł. 2012 r. luka popytowa zacznie się stopniowo domykać, kształtując się na poziomie

Wykres 4.13 Handel zagraniczny



Wykres 4.14 Luka popytowa



⁷⁸ Por. Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2014 r., NBP

⁷⁹ Por. Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w I kwartale 2014 r., NBP

-0,1% produktu potencjalnego w 2016 r. (Wykres 4.14).

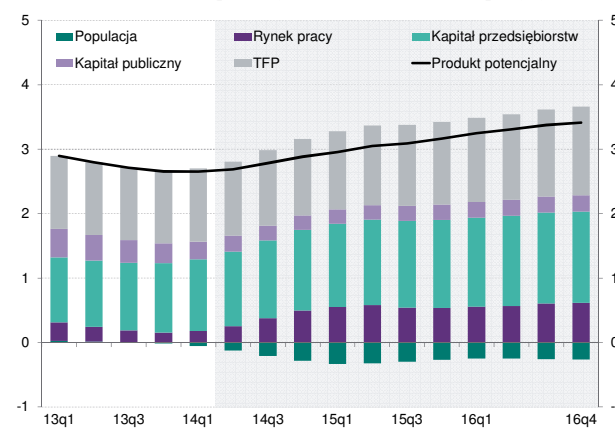
W horyzoncie projekcji negatywnie na wzrost produktu potencjalnego wpłynąć będzie spadek liczby ludności spowodowany ujemnym saldem migracji, głównie do krajów Unii Europejskiej (Wykres 4.15). Dużo większe znaczenie będą mieć jednak trzy czynniki oddziałujące w kierunku przyspieszenia tempa wzrostu potencjalnego PKB.

Po pierwsze, niska obecnie dynamika wydajności czynników produkcji (TFP) będzie powracać do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego.

Po drugie, na wzrost dynamiki kapitału przełoży się zwiększenie inwestycji przedsiębiorstw. Jednocześnie dynamika kapitału publicznego po spadku – wynikającym z istotnego obniżenia nakładów inwestycyjnych SFP w 2012 r. i 2013 r. – pozostanie w horyzoncie projekcji stabilna i neutralna dla wzrostu potencjalnego PKB (por. Wykres 4.15).

Po trzecie, korzystnie na dynamikę produktu potencjalnego przekładać się będą pozytywne tendencje na rynku pracy, odzwierciedlone w obniżającej się stopie bezrobocia równowagi (NAWRU, Wykres 4.17). W kierunku obniżenia stopy bezrobocia równowagi oddziaływać będzie elastyczność krajowego rynku pracy, czemu sprzyja wysoki udział elastycznych form zatrudnienia, takich jak umowy na czas określony i umowy cywilno-prawne oraz niski poziom uzwiązkowienia⁸⁰. Ponadto w Polsce rzadziej niż w większości krajów Unii Europejskiej, występuje indeksacja wynagrodzeń, co ułatwia dostosowanie płac do warunków rynkowych⁸¹. Dodatkowo, w ślad za obniżającą się bieżącą stopą bezrobocia, będzie stopniowo wygasać negatywne zjawisko

Wykres 4.15 Produkt potencjalny (r/r, %) – dekompozycja



⁸⁰ Por. Badania ankietowe rynku pracy. Raport 2013, NBP.

⁸¹ Por. Badania ankietowe rynku pracy. Raport 2012, NBP.

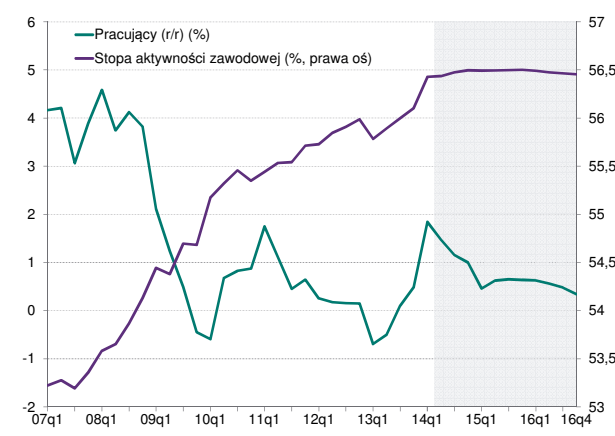
histerezy (zwiększające dotychczas stopę bezrobocia równowagi).

Obserwowany wzrost popytu na pracę w III kw. 2013 r. nastąpił we wcześniejszej fazie cyklu koniunkturalnego niż miało to miejsce w przeszłości. Zmiany te mogą być związane z niższym kosztem rotacji pracowników ze względu na wzrost odsetka umów zawieranych na czas określony i umów cywilno-prawnych. Choć zmniejsza to stabilność zatrudnienia i osłabia pozycję negocjacyjną pracowników, to jednak wpływa korzystnie na rynek pracy, ponieważ umożliwia firmom zwiększanie zatrudnienia we wcześniejszej fazie poprawy koniunktury niż miało to miejsce w przeszłości. Dodatkowo w ostatnich latach wzrósł w polskiej gospodarce udział sektora usług w tworzeniu nowych miejsc pracy, który jest relatywnie mniej podatny na wahania cykliczne.

W horyzoncie projekcji, w ślad za domykającą się luką popytową, oczekiwany jest dalszy wzrost zatrudnienia (Wykres 4.16). Na wyższą dynamikę liczby pracujących w 2014 r. wpływać może dodatkowo efekt statystyczny związany z wydłużeniem urlopu macierzyńskiego z 6 do 12 miesięcy dla rodziców dzieci urodzonych od 1 stycznia 2013 r.⁸²

Efekt statystyczny związany z wydłużeniem urlopu macierzyńskiego znalazł również odzwierciedlenie we wzroście stopy aktywności zawodowej w I kw. 2014 r. W kolejnych kwartałach stopa aktywności będzie stabilna na skutek równoważenia się czynników instytucjonalnych i demograficznych. Z jednej strony, dodatnio oddziaływać będzie na nią podwyższenie wieku emerytalnego od początku 2013 r. Z drugiej strony, niekorzystnie na stopę aktywności wpłynie zmiana struktury wiekowej ludności w związku ze

Wykres 4.16 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



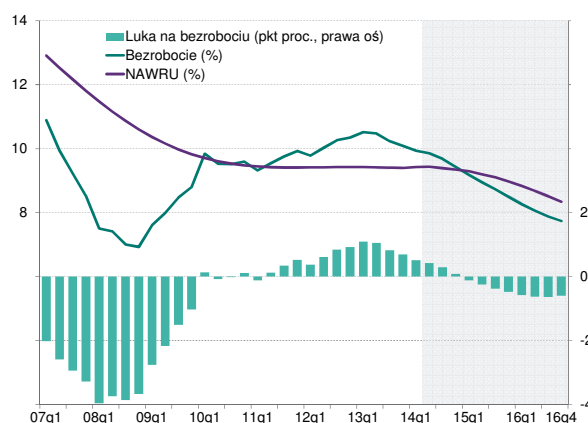
⁸² Zgodnie z metodologią BAEL osoby pozostające na urlopie macierzyńskim uznawane są za aktywne zawodowo i pracujące. Z kolei osoby przebywające na urlopie wychowawczym powyżej 3 miesięcy – a liczba takich osób się zmniejszyła w wyniku wydłużenia urlopu macierzyńskiego – zaliczane są do grupy nieaktywnych zawodowo.

zwiększającym się udziałem osób w wieku poprodukcyjnym oraz emigracją, w przeważającej części dotycząca osób aktywnych zawodowo.

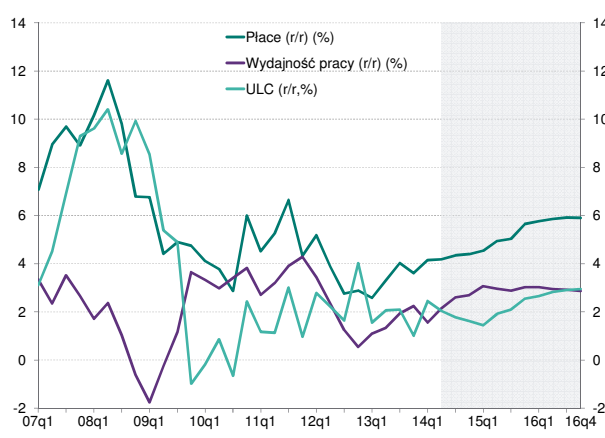
Łącznie dodatnia dynamika pracujących przy stabilnej stopie aktywności zawodowej przełoży się na spadek stopy bezrobocia BAEL do 8,0% w 2016 r. (Wykres 4.17). W konsekwencji luka pomiędzy bieżącą a równowagową stopą bezrobocia będzie obniżać się w horyzoncie projekcji, nie przekroczy jednak poziomu -0,6 pkt proc. (Wykres 4.17). Ujemna luka na bezrobociu będzie się przekładać na stopniowy wzrost presji płacowej (Wykres 4.18) – dynamika realnych wynagrodzeń w latach 2014-2016 kształtować się będzie na poziomie nieco wyższym niż wzrost wydajności pracy. Dynamika jednostkowych kosztów pracy będzie zatem stopniowo rosnąć (2,0% w 2015 r., 2,8% w 2016 r.), jakkolwiek presja kosztowa ze strony rynku pracy pozostanie umiarkowana.

Dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB w latach 2011-2013 przełożył się na poprawę salda rachunku obrotów bieżących i kapitałowych. W rezultacie w 2013 r. nadwyżka na tym rachunku wyniosła 1,0% PKB, co jest najwyższym odnotowanym poziomem od połowy lat 90-tych, czyli od kiedy dostępne są porównywalne statystyki bilansu płatniczego (Tabela 4.3). W horyzoncie projekcji saldo rachunku obrotów bieżących i kapitałowych będzie się stopniowo zmniejszać, choć pozostanie jeszcze dodatnie w 2014 r. Negatywnie wpływać na nie będzie malejący w całym horyzoncie projekcji bilans handlowy (efekt ujemnego od II kw. 2014 r. wkładu eksportu netto do wzrostu). W 2016 r. dodatkowo istotnie obniży się napływ funduszy unijnych, co związane będzie z zakończeniem w 2015 r. rozliczenia perspektywy finansowej UE 2007-2013 (Wykres 4.12). Pozostałe składniki salda obrotów bieżących i kapitałowych – silnie ujemny bilans dochodów i równoważące je w niewielkiej części dodatnie saldo wynagrodzeń i przekazów

Wykres 4.17 Bezrobocie



Wykres 4.18 Jednostkowe koszty pracy



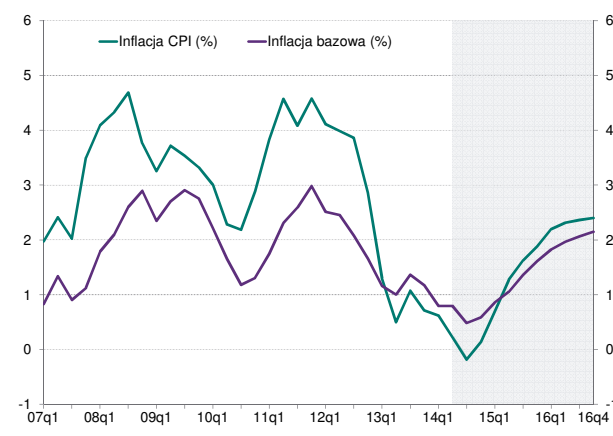
zarobków z zagranicy – pozostaną w okresie objętym projekcją względnie stabilne.

Kurs walutowy i inflacja

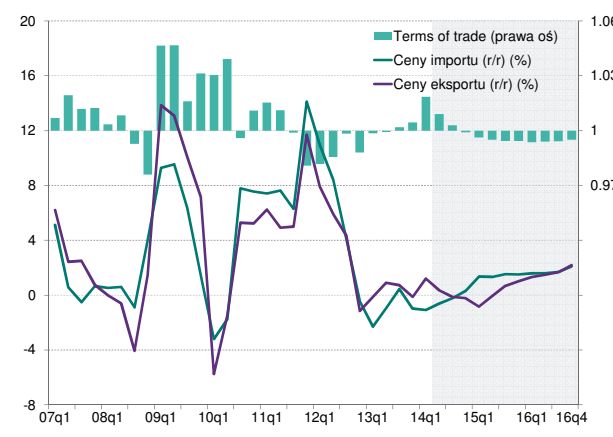
Do końca 2015 roku nieznacznie przeważać będą czynniki przemawiające za umocnieniem kursu złotego. Kurs waluty krajowej kształtuje się poniżej poziomu określonego przez determinanty fundamentalne, co w horyzoncie projekcji oddziałuje w kierunku jego stopniowej aprecjacji, zbliżając kurs złotego do poziomu równowagi. Czynnikiem sprzyjającym aprecjacji waluty krajowej poprzez kanał oczekiwań powinny być również ożywienie w gospodarce krajowej (odzwierciedlone w domykającej się w horyzoncie projekcji luce popytowej) i za granicą oraz poprawa stanu finansów publicznych. Wpływ powyższych czynników będzie częściowo równoważony przez malejące saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych. Dodatkowo w dłuższym horyzoncie projekcji w kierunku osłabienia kursu oddziaływać będzie zmniejszający się dysparytet stóp procentowych wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP i wzroście stóp procentowych za granicą. W efekcie w 2016 r. kurs ustabilizuje się i będzie neutralnie wpływać na wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych.

W horyzoncie projekcji inflacja bazowa będzie stopniowo rosła, na co wpłyną zarówno jej determinanty krajowe, jak i zagraniczne (Wykres 4.19). Systematyczna poprawa koniunktury krajowej, odzwierciedlona w domykającej się luce popytowej, zwiększać będzie presję popytową w gospodarce. Towarzyszyć jej będą pozytywne tendencje na rynku pracy, które jednak dla przedsiębiorstw oznaczać będą wzrost jednostkowych kosztów pracy. Rosnąca stopniowo inflacja za granicą, przy niewielkiej aprecjacji, a następnie stabilizacji kursu złotego, przełoży się natomiast na niewielki wzrost dynamiki cen importu (Wykres 4.20). Wymienione powyżej

Wykres 4.19 Inflacja CPI i bazowa



Wykres 4.20 Ceny eksportu i importu

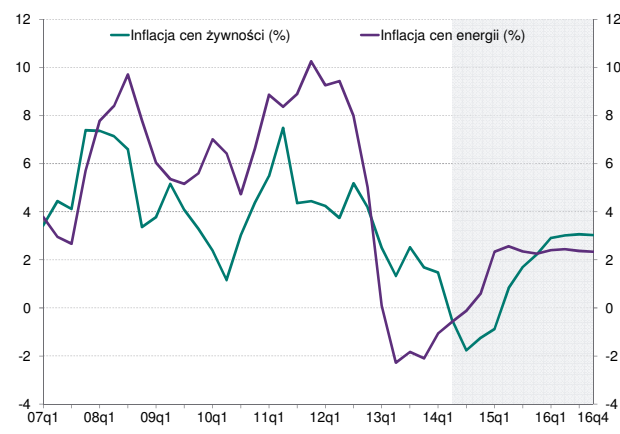


czynniki z pewnym opóźnieniem znajdują odzwierciedlenie w przyspieszeniu wzrostu cen – inflacja bazowa z poziomu 0,5% r/r w III kw. 2014 r. wzrosła do 1,2% w 2015 r. i 2,0% w 2016 r.

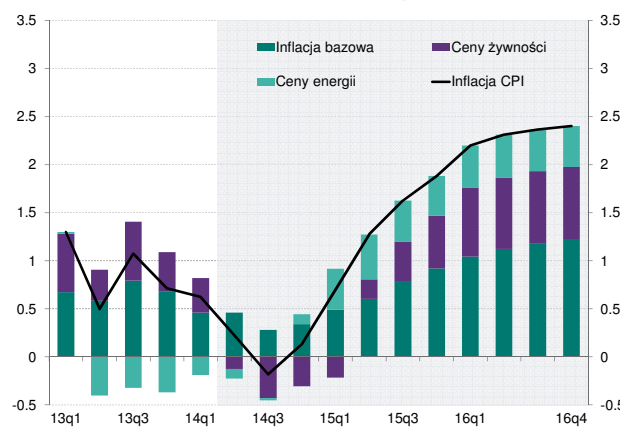
Komponentem najsilniej obniżającym wzrost cen konsumenta w krótkim horyzoncie projekcji będą ceny żywności (Wykres 4.22) z ujemną dynamiką do I kw. 2015 r. (Wykres 4.21). Spadek cen żywności wynika z pozytywnego wpływu na zbiory owoców i warzyw w Polsce (i w południowej Europie) wyjątkowo krótkiej i ciepłej zimy. Od kwietnia br., po wprowadzeniu przez Rosję embarga na import mięsa wieprzowego na skutek wykrycia choroby ASF w Polsce, zwiększona podaż występuje również na rynku mięsa. W dłuższym horyzoncie stopniowo rosnąca presja popytowa na rynku krajowym będzie ograniczana przez stabilne w całym horyzoncie projekcji ceny surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.4). W rezultacie inflacja cen żywności wzrosła do 3,0% w 2016 r., pozostając jednak na poziomie niższym od wieloletniej średniej.

Niska presja inflacyjna w krótkim okresie jest również spowodowana spadkiem cen energii. Krajowe ceny energii obniżyły się w 2013 r. o 1,5%, co jest najniższą notowaną dynamiką cen dla tej kategorii od kiedy dostępne są porównywalne dane, czyli od lat 90-tych. W bieżącym roku średnia dynamika cen energii będzie nadal ujemna i wyniesie -0,4%. Przyczynia się do tego korzystna zmiana taryf w ubiegłym i bieżącym roku dla energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych⁸³, a także obniżające się ceny ropy naftowej na rynkach światowych. Wzrost cen energii ograniczają również utrzymujące się obecnie na bardzo niskim poziomie ceny uprawnień do emisji CO₂, które jedynie w umiarkowanym stopniu zwiększają

Wykres 4.21 Inflacja cen żywności i energii



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



⁸³ Zmiany taryf wpływające na ceny energii w 2014 r. to: obniżka cen energii elektrycznej w lipcu ub.r. i styczniu br., nieznaczna podwyżka cen gazu ziemnego od 1 stycznia 2014 r., a także oczekiwany brak podwyżek cen nośników energii do końca bieżącego roku.

koszty sektora energetycznego. Inflacja cen energii wzrosła w I kw. 2015 r. w ślad za zmianami taryf energii elektrycznej i gazu ziemnego dla gospodarstw domowych. Podwyżka cen energii elektrycznej w 2015 r. związana będzie z prawdopodobnym uwzględnieniem w taryfach przywrócenia obowiązku zakupu złotych i czerwonych certyfikatów przez sprzedawców energii elektrycznej, które będą finansować procesy kogeneracji (jednoczesnego wytwarzania energii elektrycznej i ciepłej). Inflacja cen energii pozostanie jednak do końca horyzontu projekcji na poziomie istotnie niższym od wieloletniej średniej. W kierunku jej ograniczenia oddziaływać będzie bowiem powolny wzrost cen surowców energetycznych na rynkach światowych.

Podsumowując, w krótkim okresie projekcji tempo zmian cen koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych będzie niskie, co wspierać będzie ujemna dynamika cen żywności i cen energii (Wykres 4.22). W dłuższym horyzoncie inflacja CPI będzie wzrastać, jakkolwiek pozostanie na umiarkowanym poziomie, kształtując się w całym horyzoncie projekcji poniżej celu inflacyjnego NBP. Wynika to z faktu, że pomimo ożywienia gospodarczego, luka popytowa, będąca syntetyczną miarą presji inflacyjnej w gospodarce, pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji (-0,7% w 2014 r., -0,2% w 2015 r. i -0,1% produktu potencjalnego w 2016 r.). Ograniczaniu presji inflacyjnej sprzyjać będą także stabilne ceny surowców na rynkach światowych przy wolno rosnącym popycie globalnym.

Przy założeniu braku zmian stopy referencyjnej NBP, prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w przedziale 1,5%-3,5% obecnie bliskie zera, rośnie w krótkim horyzoncie projekcji i od II poł. 2015 r. utrzymuje się na poziomie zbliżonym do 50% (Tabela 4.2).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W bieżącej rundzie prognostycznej oczekiwana dynamika PKB w całym horyzoncie prognozy jest zbliżona do projekcji marcowej, w większym stopniu skorygowana została natomiast ścieżka inflacji CPI (por. Tabela 4.1).

W 2014 r. prognozowana inflacja CPI r/r jest niższa o 0,9 pkt proc. od projekcji marcowej, a w kolejnych latach różnica ta będzie się stopniowo zmniejszać – do 0,1 pkt proc. w ostatnim kwartale prognozy. Do obniżenia inflacji w horyzoncie projekcji przyczyniły się niższe ceny żywności oraz – w mniejszym stopniu – spadek inflacji bazowej. W 2015 r. ujemny wpływ tych kategorii będzie w części kompensowany przez szybszy od oczekiwań wzrost cen energii.

PKB

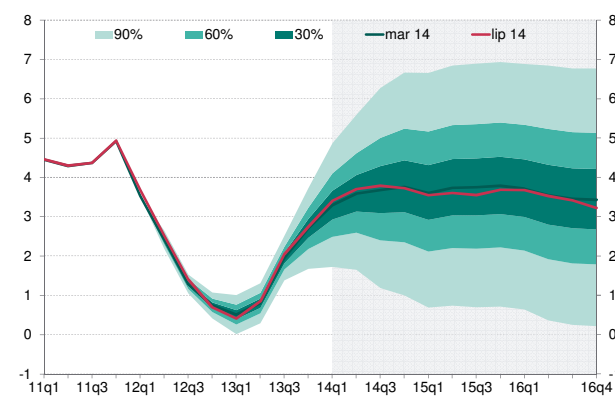
W horyzoncie projekcji dynamika PKB jest zbliżona do oczekiwań z poprzedniej rundy prognostycznej, nie nastąpiły także, poza 2014 r., istotne zmiany dekompozycji wzrostu gospodarczego (por. Wykres 4.24). Najważniejszą przyczyną korekty prognozy jest uwzględnienie opublikowanego przez GUS wstępnego szacunku dla I kw. br., co podniosło ścieżkę konsumpcji i inwestycji w 2014 r., a obniżyło – eksportu netto i zmian zapasów.

Szacunki GUS za I kw. 2014 r. wskazują na wysoki, dwucyfrowy wzrost nakładów brutto na środki trwałe. Przyspieszenie aktywności inwestycyjnej wspierane było korzystnymi warunkami meteorologicznymi oraz wzrostem nakładów przedsiębiorstw na zakup środków transportu ze względów podatkowych. Oba czynniki miały charakter jednorazowy, podwyższać dynamikę inwestycji będą zatem jedynie w krótkim horyzoncie projekcji, a obniżą ją w latach 2015- 2016, gdy poziom nakładów inwestycyjnych

Tabela 4.1. Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2014		2016
PKB (r/r, %)			
VII 2014	3,6	3,6	3,5
III 2014	3,6	3,7	3,5
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2014	0,2	1,4	2,3
III 2014	1,1	1,8	2,5

Wykres 4.23 Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)



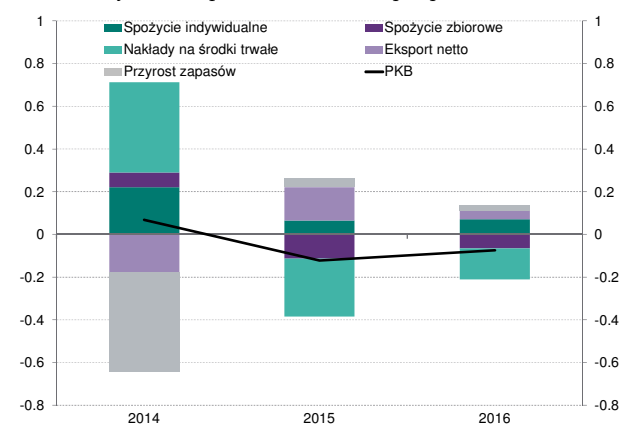
powróci do oczekiwań z projekcji marcowej.

W przypadku konsumpcji, podobnie jak dla inwestycji, szacunek GUS za I kw. br. był wyższy, niż prognozowano w projekcji marcowej. Uwzględnienie szacunku GUS, jak również niższej inflacji, pozytywnie wpływającej na dochody gospodarstw domowych w ujęciu realnym, podniosło ścieżkę konsumpcji w całym horyzoncie projekcji.

W porównaniu z projekcją marcową, skorygowano ponadto prognozowany wzrost spożycia zbiorowego. Rewizja w górę tej kategorii w br. wynika z uwzględnienia wyższych niż zakładano danych o realizacji wydatków sektora finansów publicznych za 2013 r. Przewidywany wyższy wzrost tej kategorii w 2014 r. związany jest także z poprawiającą się sytuacją finansową samorządów i perspektywą wyższych wpływów podatkowych całego sektora finansów publicznych. Obniżenie dynamiki spożycia zbiorowego w 2015 r. wynika natomiast z uwzględnienia w lipcowej projekcji, podjętej w kwietniu br., wraz z przyjęciem *Programu Konwergencji. Aktualizacja 2014*, decyzji rządu o przedłużeniu na przyszły rok zamrożenia płac w podsektorze centralnym.

Pozytywny wpływ spożycia i inwestycji na dynamikę PKB w 2014 r. kompensuje korekta w dół wkładu eksportu netto oraz zmian zapasów do wzrostu po publikacji niższych od oczekiwań realizacji tych kategorii w I kw. 2014 r. W 2015 r., w wyniku niższego niż prognozowano w marcu popytu krajowego, przy zbliżonym poziomie kursu walutowego i wzroście za granicą, wkład eksportu netto będzie natomiast oddziaływał w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego.

Wykres 4.24 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)⁸⁴



⁸⁴ Dane przedstawione na wykresie mogą nieznacznie różnić się od wielkości z tabeli 4.2, ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

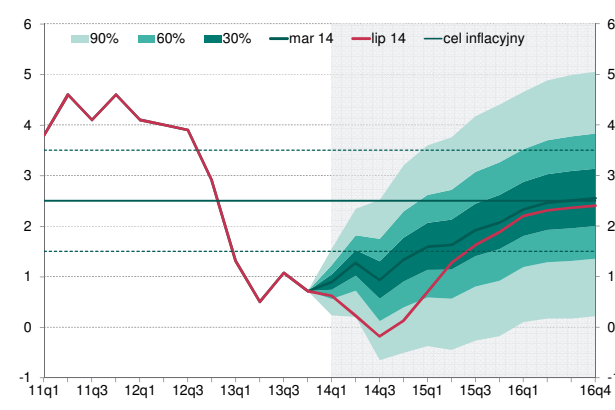
Inflacja

Do obniżenia inflacji CPI w krótkim i średnim horyzoncie projekcji przyczynił się w istotnym stopniu spadek prognoz cen żywności. W krótkim horyzoncie jest to efektem niższych niż zakładano cen warzyw i owoców wynikających z korzystnych warunków agrometeorologicznych oraz obniżenia cen mięsa po wprowadzaniu przez Rosję embarga na import mięsa wieprzowego z Polski. W długim horyzoncie projekcji inflacja cen żywności powróci do poziomu zbliżonego do oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej, czemu sprzyjać będzie brak istotnej korekty cen surowców rolnych na rynkach światowych.

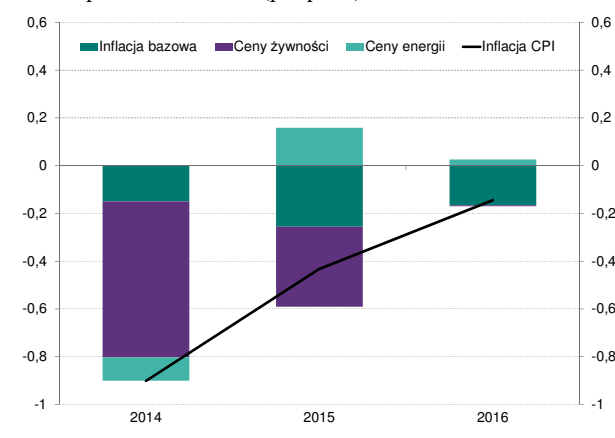
Inflację CPI w całym horyzoncie prognozy obniżać będzie także spadek inflacji bazowej, choć w mniejszym stopniu niż zmiana cen żywności. W krótkim horyzoncie prognozę inflacji bazowej zmniejsza uwzględnienie danych za kwiecień i maj br., wskazujących na większy niż oczekiwano spadek cen niektórych usług. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej na 2015 r., w przyszłym roku po raz pierwszy od ponad 10 lat nie zostanie podniesiony podatek akcyzowy na wyroby tytoniowe, co dodatkowo obniży inflację bazową średnim horyzoncie projekcji w stosunku do projekcji marcowej. Kolejnym czynnikiem, oddziałującym w kierunku niższej inflacji bazowej, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie prognozy, będzie wolniejszy wzrost cen importu, na co złoży się rewizja w dół prognozowanej inflacji za granicą oraz mocniejszy kurs złotego. Aprecjacja kursu względem projekcji marcowej wynika ze wzrostu dysparytetu stóp procentowych po odroczeniu w czasie prognozowanych podwyżek stóp w strefie euro.

Ujemny wpływ cen żywności oraz inflacji bazowej na inflację CPI w 2015 r. częściowo kompensować będzie wyższa od oczekiwań z projekcji marcowej

Wykres 4.25 Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Wykres 4.26 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą lipcową a marcową (pkt proc.)⁸⁵



⁸⁵ Dane przedstawione na wykresie mogą nieznacznie różnić się od wielkości z tabeli 4.2 ze względu na zaokrąglenie liczb w tabelach do jednego miejsca po przecinku.

inflacja cen energii. Wzrost ten wiąże się z wpływem na ceny energii elektrycznej wprowadzenia od kwietnia br. obowiązku zakupu przez sprzedawców energii elektrycznej certyfikatów związanych z produkcją energii w kogeneracji.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Bilans czynników ryzyka dla projekcji inflacji wskazuje na możliwość zrealizowania się niższej inflacji, niż wskazuje ścieżka centralna projekcji (Tabela 4.2). Ryzyka związane z projekcją wzrostu PKB rozkładają się natomiast symetrycznie. Najważniejsze źródła niepewności projekcji przedstawiono poniżej.

Skala i trwałość ożywienia w strefie euro

Otoczenie zewnętrzne, a w szczególności trwałość i skala ożywienia w strefie euro stanowi ważne źródło niepewności projekcji inflacji i PKB.

Z jednej strony, silniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach i w innych gospodarkach wschodzących może stanowić zagrożenie dla powrotu gospodarek europejskich na ścieżkę stabilnego wzrostu. W kierunku osłabienia aktywności gospodarczej oraz inflacji w strefie euro może też oddziaływać znaczna i trwała aprecjacja kursu euro, mogąca mieć miejsce w wyniku pojawienia się wysokiej nadwyżki w bilansie obrotów bieżących strefy euro. Czynnikiem ryzyka jest również ewentualne zaostrenie kryzysu zadłużeniowego w niektórych krajach strefy euro, gdyby wyniki stress-testów sektora bankowego oraz zaplanowanego na 2014r., przeglądu jakości ich aktywów (AQR) okazały się niekorzystne. Na możliwość niższego wzrostu w strefie euro może również wskazywać pogorszenie nastrojów przedsiębiorców w sektorze przemysłowym w ostatnich miesiącach.

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%)
14q2	1,00	1,00	1,00	0,51	0,00
14q3	0,99	1,00	1,00	0,51	0,01
14q4	0,92	0,99	1,00	0,52	0,08
15q1	0,77	0,94	0,99	0,52	0,22
15q2	0,60	0,85	0,97	0,53	0,37
15q3	0,50	0,77	0,93	0,54	0,43
15q4	0,44	0,71	0,90	0,54	0,46
16q1	0,36	0,63	0,85	0,55	0,49
16q2	0,34	0,60	0,83	0,55	0,49
16q3	0,33	0,58	0,82	0,55	0,48
16q4	0,33	0,57	0,81	0,55	0,48

Z drugiej strony, szybszy od oczekiwań wzrost popytu ze strony rynków wschodzących mógłby przyczynić się do silniejszego ożywienia w nastawionych na eksport gospodarkach strefy euro, w tym w Niemczech. W kierunku wzrostu eksportu strefy euro, oddziaływać może także wprowadzenie planowanych reform poprawiających konkurencyjność gospodarek Francji i Włoch oraz możliwa większa skala osłabienia kursu euro w wyniku wycofywania się Fed z programu QE. Popyt wewnętrzny strefy euro mogą natomiast wzmocnić lepsze od oczekiwań wyniki przeglądu jakości aktywów i stress-testów sektora bankowego, przekładając się na ożywienie akcji kredytowej banków europejskich.

Eskalacja kryzysu Ukraina-Rosja

Ryzykiem dla scenariusza rozwoju sytuacji gospodarczej jest również możliwa eskalacja kryzysu rosyjsko-ukraińskiego, skutkująca osłabieniem wymiany handlowej tych krajów (por. Ramka 2: *Wpływ kryzysu rosyjsko-ukraińskiego na gospodarkę Polski*). Istotne znaczenie, choć scenariusz taki wydaje się być mało prawdopodobny, mogłoby mieć rozszerzenie sankcji gospodarczych nałożonych na Rosję. Oprócz negatywnych konsekwencji dla wzrostu gospodarczego w Polsce i u jej głównych partnerów handlowych, przełożyłoby się to na wzrost cen ropy naftowej oraz gazu ziemnego na rynkach światowych. Dodatkowo niepewnością obarczona jest, ściśle powiązana z kryzysem ukraińskim, sytuacja eksporterów żywności na rynki wschodnie (w tym ewentualne wprowadzenie przez Rosję embarga na import polskich owoców i warzyw).

Presja płacowa w krajowej gospodarce

Ryzyka projekcji związane są także z rozwojem sytuacji na krajowym rynku pracy. Po pierwsze, o ile w ostatniej dekadzie elastyczność rynku pracy

wyraźnie rosła, co odzwierciedlone jest w spadku w tym okresie stopy bezrobocia równowagi, to kierunek zmian strukturalnych determinujących tę elastyczność w przyszłości jest niepewny. Po drugie, trudne do oszacowania jest kształtowanie się stopy aktywności zawodowej w horyzoncie projekcji, szczególnie ze względu na zachodzące w najbliższych latach zmiany demograficzne oraz niepewność odnośnie do skali emigracji. Biorąc pod uwagę powyższe ryzyka, skala przełożenia się przewidywanego w scenariuszu centralnym projekcji spadku stopy bezrobocia na presję płacową w gospodarce jest obarczona znaczną niepewnością.

Ceny żywności i energii w Polsce

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

Na krajowe ceny energii istotnie wpływać będzie przyszła polityka taryfowa URE, w tym ewentualna liberalizacja rynku gazowego i elektroenergetycznego. Niepewnością obarczony jest również wpływ na ceny możliwej renegotjacji porozumienia pomiędzy PGNiG i Gazpromem, jak i Pakietu Energetyczno-Klimatycznego nakierowanego na ograniczenie emisji CO₂. Obecnie ceny uprawnień do emisji CO₂ znajdują się na bardzo niskim poziomie i nie wywołują presji kosztowej, jednak ich wzrost stanowi nadal ryzyko dla kształtowania się cen energii w Polsce. Warunki agrometeorologiczne są z kolei największym ryzykiem nie tylko dla krajowych cen żywności, ale także dla cen za granicą przekładających się na ceny surowców rolnych na rynkach światowych.

Sytuacja na światowych rynkach surowcowych pozostawać będzie ponadto pod silnym wpływem popytu z gospodarek wschodzących, który

– wobec relatywnie stabilnego spożycia w gospodarkach rozwiniętych – determinuje w istotnym stopniu zmiany popytu globalnego.

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

Stabilizująca reguła wydatkowa

Czynnikiem ryzyka projekcji jest także wpływ stabilizującej reguły wydatkowej uwzględnionej w rządowych założeniach do projektu ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych. Jej spełnienie w 2016 r. wymagałoby zacieśnienia polityki fiskalnej w porównaniu ze scenariuszem centralnym projekcji. Jednak ze względu na brak szczegółowych informacji o charakterze dostosowań fiskalnych wynikających z działania reguły, jej potencjalnych efektów w projekcji lipcowej nie uwzględniono .

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2012	2013	2014	2015	2016
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	3,7	0,9	0,2	1,4	2,3
Ceny żywności (% r/r)	4,3	2,0	-0,5	1,0	3,0
Ceny energii (% r/r)	7,9	-1,5	-0,4	2,4	2,4
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,2	1,2	0,7	1,2	2,0
PKB (% r/r)	2,0	1,6	3,6	3,6	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	-0,1	0,0	4,2	4,3	3,8
Spożycie indywidualne (% r/r)	1,3	0,8	2,9	3,3	3,3
Spożycie zbiorowe (% r/r)	0,2	2,7	2,8	2,6	3,0
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-1,6	-0,2	8,1	6,6	4,2
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	2,1	1,5	-0,5	-0,7	-0,3
Eksport (% r/r)	3,9	4,6	7,3	7,4	7,5
Import (% r/r)	-0,7	1,3	8,8	9,1	8,3
Płace brutto (% r/r)	3,7	3,4	4,3	5,0	5,9
Liczba pracujących (% r/r)	0,2	-0,2	1,3	0,6	0,5
Stopa bezrobocia (%)	10,1	10,3	9,7	8,8	8,0
NAWRU (%)	9,4	9,4	9,4	9,1	8,6
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,9	55,9	56,5	56,5	56,5
Wydajność pracy (% r/r)	1,9	1,7	2,3	3,0	2,9
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,7	1,7	2,0	2,0	2,8
Produkt potencjalny (% r/r)	3,1	2,8	2,8	3,1	3,3
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,4	-1,6	-0,7	-0,2	-0,1
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)	0,96	1,00	0,96	0,92	0,93
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,00)	0,87	0,81	0,75	0,77	0,78
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,3	1,6	1,3	1,6	1,7
PKB za granicą (% r/r)	0,0	0,1	1,5	1,8	1,8
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-1,5	1,0	0,8	-0,4	-1,8
WIBOR 3M (%)	4,91	3,03	2,71	2,71	2,71

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 styczeń - maj 2014 r.

■ Data: 8 stycznia 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/GP/2014 w sprawie udzielenia zgody członkowi Rady Polityki Pieniężnej Jerzemu Osiatyńskiemu na działalność w organizacji międzynarodowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 21 stycznia 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/GP/2014 w sprawie udzielenia zgody członkowi Rady Polityki Pieniężnej Adamowi Glapińskiemu na działalność w organizacjach międzynarodowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

A. Bratkowski był nieobecny na posiedzeniu.

■ Data: 18 lutego 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/GP/2014 w sprawie udzielenia zgody członkowi Rady Polityki Pieniężnej Jerzemu Hausnerowi na działalność w organizacji międzynarodowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 8 kwietnia 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/2014 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2013 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 6 maja 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 2/2014 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 6 maja 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 3/2014 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2013.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 20 maja 2014 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 4/2014 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2013 r.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kazmierczak

E.J. Osiatyński

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: