

## Ryzyko walutowe długu Skarbu Państwa w Polsce

**Tomasz Urzyszek**

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów Publicznych

### Istota ryzyka walutowego długu Skarbu Państwa

Ryzyko kursu walutowego jest jednym z podstawowych rodzajów ryzyka w zarządzaniu portfelem długu Skarbu Państwa (m. in. obok ryzyka refinansowania, czy ryzyka stopy procentowej długu). Podejmując decyzje dotyczące zaciągania nowych zobowiązań, podmioty zarządzające długiem wybierają rodzaj instrumentu dłużnego. Obok wyboru rynku, na jakim będzie on rozprowadzany, sposobu i wysokości oprocentowania oraz okresu zapadalności, decydują także o walucie, w jakiej denominowany będzie dług. Inwestorzy skłonni nabyć papiery skarbowe lub udzielić pożyczki (kredytu) zabezpieczonego majątkiem publicznym, mogą być bowiem poszukiwani na rynku krajowym lub zagranicznym. Jest to bezpośrednio powiązane z walutą, w jakiej zaciągane są zobowiązania.

Ryzyko walutowe dotyczy zmienności cen (kursów) walut obcych (i wartości waluty krajowej). Wysoki poziom ryzyka walutowego wynika najczęściej z dużego udziału długu denominowanego w walutach obcych w ogólnej sumie zobowiązań oraz z wykorzystywania walut charakteryzujących się dużą zmiennością kursów. Emisja instrumentów w rodzimej walucie powoduje natomiast ograniczanie ryzyka walutowego.

Wysoki udział walut obcych w walutowej strukturze zadłużenia oraz wykorzysty-

wanie walut o bardzo „niestabilnym” kursie może mieć duży wpływ na koszt obsługi długu Skarbu Państwa, jak i na wartość nominalną samego zadłużenia. Niekorzystne zmiany kursu walutowego mogą bowiem doprowadzić do sytuacji, w której zarówno raty kapitałowe, jak i odsetki będą znacząco wyższe od wcześniej zakładanych. Spowoduje to dodatkowe obciążenia dla budżetu w przyszłych okresach. Oczywiście możliwa jest też i odwrotna sytuacja, w której zmiana kursu doprowadzi do zmniejszenia zobowiązań. Jeżeli jednak przyjmie się założenie, że ryzykiem jest możliwość odchylenia wyniku od wartości oczekiwanej, to niezależnie do samych skutków zmian kursu, zmiany te będą generowały ryzyko walutowe. Warto jednocześnie zauważyć, że zabezpieczenie przed tym ryzykiem np. za pomocą instrumentów pochodnych nie zawsze jest możliwe w przypadku władz publicznych. Wynika to z wielkości portfela instrumentów dłużnych, który miałyby być potencjalnie zabezpieczany.

Mimo opisanych powyżej problemów, podmioty zarządzające długiem publicznym często decydują się na zaciąganie zobowiązań w walutach obcych. Wynika to z chęci dywersyfikacji źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych władz publicznych, pozyskania niższej oprocentowanego kapitału za granicą lub z problemów z zaciągnięciem zobowiązań na rynku krajowym.

### Struktura walutowa zadłużenia Skarbu Państwa w Polsce

Największy udział w strukturze walutowej zadłużenia Skarbu Państwa w Polsce ma polski złoty. W ciągu ostatnich kilku-

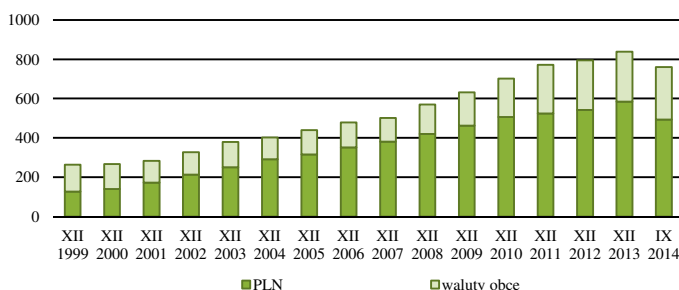
nastu lat jego udział wzrósł. Przeciętnie w okresie 1999–2014 wyniósł on około 67%. Przyrost długu realizowany był głównie poprzez instrumenty denominowane w walucie krajowej. Szczegóły prezentuje wykres 1.

Nieco wyższy udział instrumentów denominowanych w walutach obcych można zauważyć po 2007 roku. Może to być powiązane z okresem spowolnienia i kryzysu gospodarczego na świecie. Polskie skarbowe instrumenty dłużne stały się wówczas bardzo atrakcyjną alternatywą lokowania środków dla inwestorów z zagranicy. Charakteryzowały się one bowiem dobrymi ocenami ratingowymi i oferowały przy tym relatywnie wysokie oprocentowanie.

Dodatkowo wyniki makroekonomiczne Polski były ponadprzeciętnie dobre. To pozwoliło Ministerstwu Finansów zaoferować znaczące ilości obligacji skarbowych na rynkach międzynarodowych (i denominowanych w walutach obcych), a pozyskane w ten sposób środki przeznaczyć na utrzymanie płynności sektora publicznego.

Analizując poziom ryzyka walutowego długu Skarbu Państwa należy zwrócić uwagę na to, jakie waluty obce były wykorzystywane w procesie zaciągania zobowiązań. Szczegóły zaprezentowano w tabeli 1.

Analiza danych zawartych w tab. 1 wskazuje, że podstawową walutą obcą, w której zaciągany był dług Skarbu Państwa jest euro. W okresie 1999–2014 przeciętnie 19,5% zobowiązań zaciąganych było w tej walucie. Zmniejszała się natomiast rola dolara amerykańskiego. Udział zadłużenia denominowanego w USD spadł z niemal 20% w 1999 r. do 5,1% w 2013 i 6,5% w 2014 r. Taka struktura wydaje się prawidłowa. Polska jest od wielu lat aktywnym członkiem europejskiego systemu gospodarczego i wykorzystuje euro w rozliczeniach międzynarodowych, tak gospodarczych, jak i *stricte* finansowych. Wykorzystanie euro jako wiodącej waluty, w której zaciągany jest dług na rynkach między-



Wykres 1. Wartość długu Skarbu Państwa w Polsce (w mld PLN) – dług denominowany w PLN i w walutach obcych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów RP.

Tabela 1. Struktura walutowa długu Skarbu Państwa w Polsce (w %)

Okres	PLN	EUR	USD	Pozostałe waluty
XII 1999	47,9	22,6	19,6	9,9
XII 2000	52,3	20,1	18,6	8,9
XII 2001	60,6	15,0	17,3	7,1
XII 2002	64,9	15,5	12,8	6,9
XII 2003	66,1	19,1	8,7	6,2
XII 2004	72,4	17,3	5,7	4,7
XII 2005	71,7	18,6	5,2	4,6
XII 2006	73,6	18,7	3,6	4,1
XII 2007	75,8	17,4	2,7	4,1
XII 2008	73,7	18,9	2,5	4,9
XII 2009	73,3	18,9	3,6	4,3
XII 2010	72,2	19,8	3,8	4,1
XII 2011	68,0	21,4	5,8	4,8
XII 2012	68,4	21,9	5,6	4,1
XII 2013	69,7	21,5	5,1	3,7
IX 2014	64,9	24,8	6,5	3,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów RP.

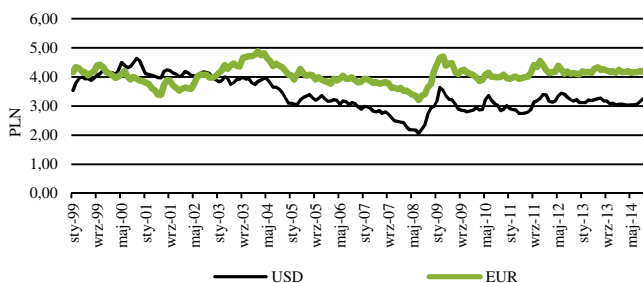
narodowych jest więc w pełni uzasadnione. Udział pozostałych walut był znikomy i mała w całym okresie objętym analizą (z około 10% w 1999 r. do niecałych 4% w 2014 r.). Wśród „pozostałych walut” występowały (w różnych okresach): frank szwajcarski, jen japoński, korona szwedzka, dolar kanadyjski, korona norweska, funt szterling. Pewne obawy w tym zestawieniu może budzić np. frank szwajcarski (z uwagi na jego niestabilny kurs), jednak wartość zobowiązań Skarbu Państwa zaciągniętych w tej walucie była relatywnie niewielka. Kursy pozostałych walut, w tym w szczególności najważniejszych z punktu widzenia struktury walutowej polskiego długu, czyli euro i dolara amerykańskiego trudno uznać za niestabilne.

### Kursy najważniejszych walut obcych, w których zaciągany jest dług Skarbu Państwa

Kursy euro i dolara amerykańskiego w stosunku do złotego polskiego w okresie 1999–2014 były stosunkowo stabilne. Bardzo duża zmiana wartości kursów obu tych walut widoczna była jedynie w 2008 r. Ponadto, od tego czasu kursy te były silnie skorelowane. Wartość współczynnika korelacji dla okresu I 2008 – X 2014 wyniosła niemal 90%. Szczegółowe zmiany kursów USD i EUR względem PLN zaprezentowano na wykresie 2.

Oceny poziomu zmienności kursów USD i EUR dokonano na podstawie wartości odchylenia standardowego oraz współczynnika zmienności. Pierwsza z miar wyrażona jest w wartościach bezwzględnych, druga – w procentach. Miary obliczono dla okresów rocznych (z wyjątkiem 2014 r., gdzie – z uwagi na dostępność danych – uwzględniono 11 miesięcznych obserwacji). Szczegóły prezentuje tab. 2.

Analiza danych zawartych w tab. 2 potwierdza, że kursy obu walut względem polskiego złotego były stosunkowo stabilne. Wyjątkiem był 2008 r. W pozostałych latach odchylenia kursów od wartości oczekiwanej były relatywnie niewielkie i sięgały kilku procent.



Wykres 2. Kurs dolara amerykańskiego (USD) i euro (EUR) wyrażony w złotych polskich (PLN)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

Tabela 2. Zmienność kursów USD i EUR

Rok	USD		EUR	
	odchylenie standardowe	współczynnik zmienności (%)	odchylenie standardowe	współczynnik zmienności (%)
1999	0,19	4,7	0,11	2,7
2000	0,18	4,1	0,10	2,6
2001	0,09	2,2	0,17	4,7
2002	0,09	2,1	0,21	5,4
2003	0,08	2,1	0,20	4,5
2004	0,27	7,3	0,25	5,6
2005	0,12	3,6	0,12	2,9
2006	0,10	3,2	0,08	2,0
2007	0,17	6,2	0,11	3,0
2008	0,30	12,5	0,25	7,1
2009	0,29	9,1	0,21	4,8
2010	0,17	5,6	0,08	2,0
2011	0,22	7,5	0,23	5,4
2012	0,11	3,5	0,09	2,0
2013	0,07	2,2	0,06	1,4
2014	0,13	4,0	0,03	0,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

## Podsumowanie

Sumując można stwierdzić, że ryzyko walutowe długu Skarbu Państwa w Polsce jest niewielkie. Składa się na to kilka czynników. Po pierwsze, udział zadłużenia denominowanego w walucie obcej jest stosunkowo niski. Większość zobowiązań zaciągana jest w polskich złotych. Możliwe jest to dzięki zaufaniu inwestorów do polskiej waluty. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że instrumenty emitowane w polskich złotych nabywane są

nie tylko przez krajowych inwestorów, ale także przez podmioty zagraniczne. Taka sytuacja automatycznie ogranicza poziom ryzyka walutowego. Spośród walut obcych wykorzystywane jest głównie euro oraz (w mniejszym obecnie stopniu) dolar amerykański. Są to silne waluty o relatywnie stabilnym kursie, pełniące rolę walut światowych, wykorzystywanych w rozliczaniu transakcji międzynarodowych. Strukturę walutową długu Skarbu Państwa w Polsce należy więc ocenić pozytywnie.

## Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych w 3. kwartale 2014 r.

### Artur Zimny

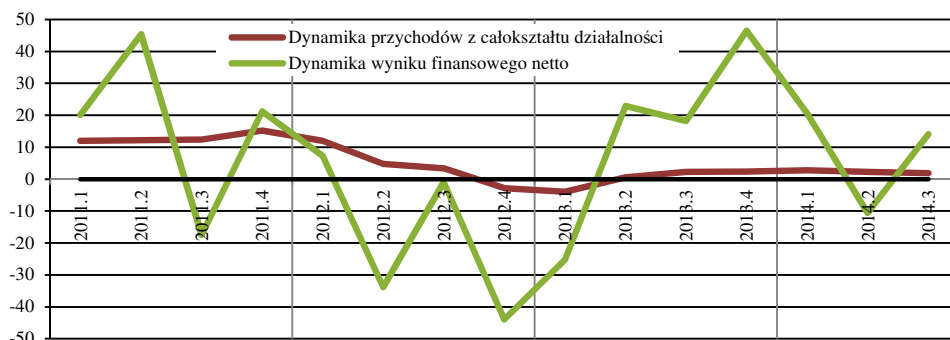
Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

3. kwartał 2014 r. przyniósł kontynuację poprawy wyników polskich przedsiębiorstw niefinansowych, przynajmniej pod względem sprzedaży i rentowności. Przychody z całokształtu działalności w tym okresie były o 1,8% wyższe od analogicznych przychodów rok wcześniej, co należy uznać za bardzo dobry wynik, jeśli uwzględnić trwającą od lipca deflację. Dynamika przychodów, choć nieco niższa od odnotowanej w poprzednich kwartałach, pozostaje dodatnia, co przy ujemnej dynamice poziomu cen oznacza wzrost realny wyższy, niż podana wartość nominalna. Podobnie pozytywnie należy ocenić zdolność do generowania zysków: dynamika wyniku finansowego netto z ujemnej w 2. kwartale 2014 r. przeszła w wielkość dodatnią, wartość wyniku była o 14,1% wyższa niż rok wcześniej. Konsekwentnie poprawie

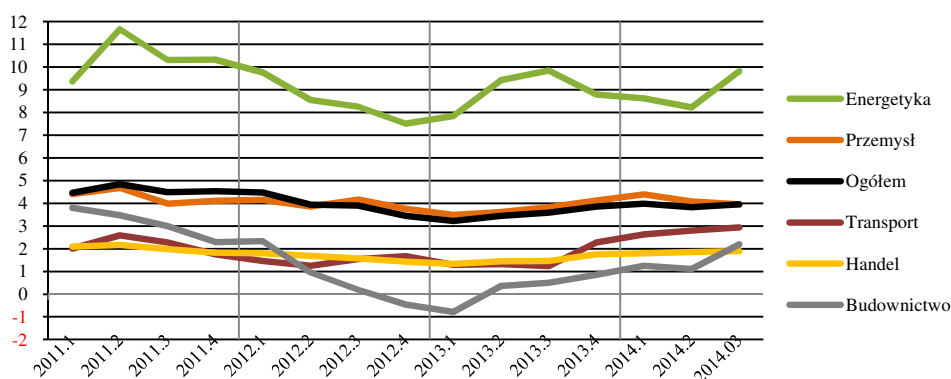
uległ też wskaźnik rentowności obrotu netto, osiągając poziom 4,5% (w ciągu ostatnich 3 lat wskaźnik ten tylko raz był wyższy od tej wartości).

W ślad za poprawą sprzedaży i zyskowości podążają wskaźniki płynności, wzrastając do wartości 102,6% (płynność II stopnia, tj. bieżąca) oraz 36,1% (płynność I stopnia, tj. podwyższona). Podobnie dobrych wartości sektor przedsiębiorstw ogółem nie notował od 2011 roku. Pozytywny obraz dopełniany jest przez nakłady inwestycyjne, dla których 3. kwartał 2014 r. był czwartym z rzędu kwartałem o ponad 10%-owym wzroście ich wartości (w samym 3. kwartale odnotowano nakłady o 14,1% wyższe, niż w analogicznym kwartale rok wcześniej).

Jednak nie we wszystkich branżach wszystkie wskaźniki są korzystne. Przetwórstwo przemysłowe, mające największy udział w przychodach sektora przedsiębiorstw, wykazało w 3. kwartale ujemną dynamikę przychodów (spadek o 0,4% wobec wartości sprzed roku), jak



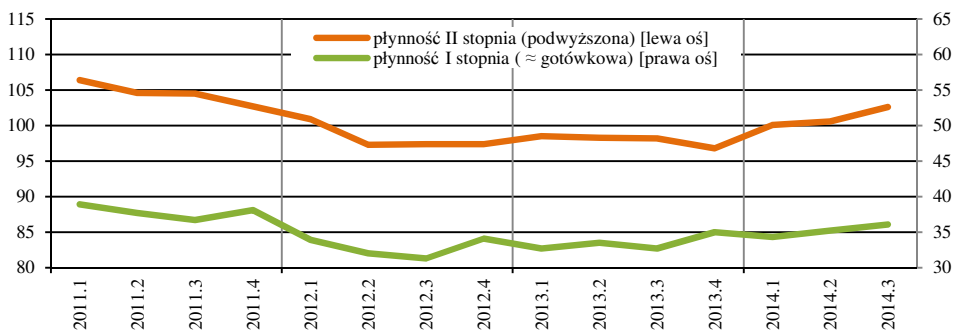
Wykres 1. Dynamika wyników kwartalnych [przyrost w % w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego]



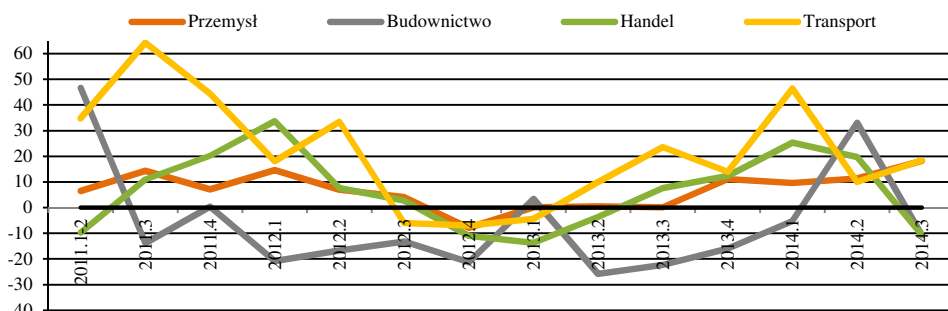
Wykres 2. Rentowność obrotu netto za ostatnie 4 kwartały [w %]

i spadek wyniku finansowego (o 10,1%), choć nie wpłynęło to znacząco na rentowność za ostatnie 4 kwartały (spadek z 4,1% do 4,0%). Z kolei poprawie w tej branży uległa płynność (wskaźniki wzrosły do – odpowiednio – 104,8% i 31,7%), a zwłaszcza nakłady inwestycyjne (większe aż o 21,4% niż rok wcześniej). Zmniejszenie dynamiki zysku może mieć związek właśnie z inwestycjami i skokowo zwiększonymi odpisami amortyzacyjnymi, co w dłuższej perspektywie powinno przynieść ponowne odwrócenie relacji, tj. wzrost realizowanych zysków. Branża handlowa wykazała 12,4% wzrostu przychodów (wobec poprzedniego roku) i utrzymuje stabilne, charakterystycznie niskie wskaźniki rentowności (1,9% na

poziomie zysku netto) oraz płynności (75,2% oraz 20,4%). Nakłady inwestycyjne tej branży uległy spadkowi (o 10,6%). Tradycyjnie wysokie wskaźniki wykazuje natomiast energetyka, której przychody wzrosły aż o 18,2%, rentowność netto osiągnęła prawie 10%, płynność pozostaje wysoka, a nakłady inwestycyjne miały wartość o ponad 24% większą niż przed rokiem. Budownictwo wykazało słabszą, choć nadal dodatnią dynamikę sprzedaży, ale aż 6-krotnie większe zyski niż przed rokiem, poprawia się też płynność tej branży i jedynie nakłady inwestycyjne odnotowano mniejsze, niż rok wcześniej. Branża transportowa notuje umiarkowaną poprawę we wszystkich analizowanych obszarach.



Wykres 3. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych [w %]



Wykres 4. Dynamika nakładów inwestycyjnych [przyrost w stosunku do analogicznego kwartału roku poprzedniego]

## Koniunktura giełdowa

### Artur Zimny

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

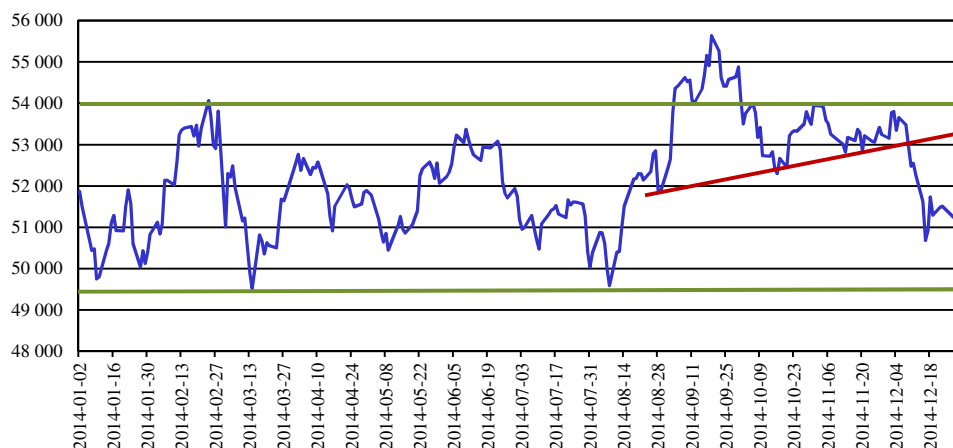
W minionym roku WIG pozostawał w trendzie horyzontalnym, pozwalając zarobić doświadczonym graczom, umiejącym poprawnie go zidentyfikować i trafnie ocenić zbliżanie się do linii wsparcia i oporu. We wrześniu wystąpiło co prawda wybiecie się kursu z trendu w górę, ale ukształtowała się wówczas klasyczna formacja głowy i ramion, zwiastująca rychły powrót do spadków,

co też nastąpiło, sprowadzając kurs do wyznaczonego kanału. Na początku grudnia nastąpiło przebicie w dół lokalnej linii wsparcia; spadek ten sugeruje, że kurs ponownie dążyć będzie do dłużej terminowej linii wsparcia, ustalonej na poziomie około 49.520 punktów. Niestabilna sytuacja geopolityczna nie pozwala prognozować zdecydowanego trendu wzrostowego czy spadkowego, zatem najbardziej prawdopodobna jest, póki co, kontynuacja wahań w trendzie horyzontalnym.

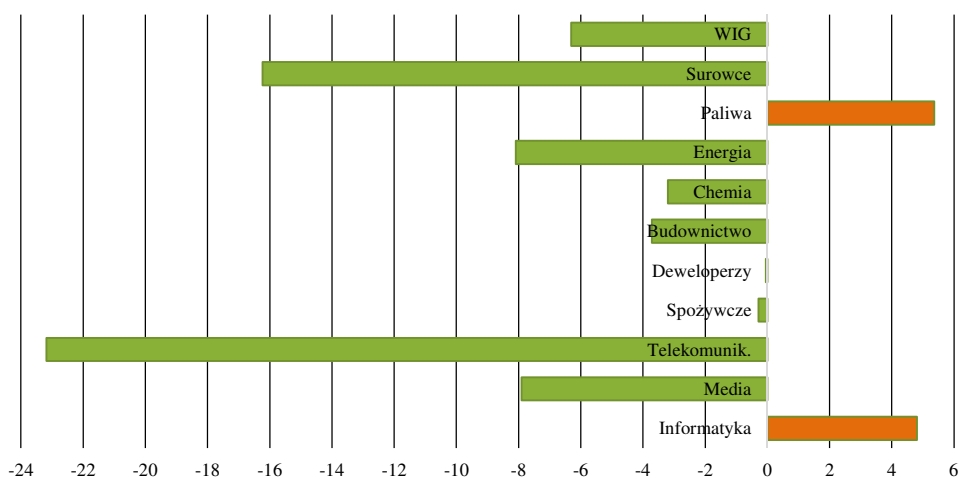
W skali całego roku 2014 najbardziej dochodowe okazały się akcje spółek

energetycznych; indeks tej branży dał w tym okresie stopę zwrotu na poziomie 23,6%; drugie miejsce należy do branży medialnej, ze zwrotem na poziomie 10,5%. Najbardziej straciły akcje spółek z branży spożywczej (indeks spadł o 24%) oraz surowcowej (spadek o 15,5%). Natomiast w ciągu ostatnich 3 miesięcy branżą generującą największe straty

dla inwestorów była, obok surowców (-16,2% zwrotu), telekomunikacja – notowania indeksu spadły w tym okresie o 23,2%. Zyskowne w tym okresie (uogólniając) były tylko inwestycje w akcje spółek paliwowych i informatycznych, przy czym indeksy tych branż wykazały skromne, około 5%-owe stopy zwrotu.



Wykres 1. WIG w okresie 31.12.2013–31.12.2014 [dane za: Stooq.pl]



Wykres 2. Stopy zwrotu z indeksu WIG i indeksów branżowych w okresie 30.09.2014–30.12.2014 [w %; dane za: Stooq.pl]

## Zmiany w świecie finansów (podatków)

### Radosław Witczak

Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów

Nowy rok niesie za sobą liczne zmiany w świecie podatków. Dotyczą one różnych ciężarów podatków. Część z nich w praktyce odnosi się do specyficznych podmiotów lub transakcji. Niektóre mają większy zakres zastosowania. W tym opracowaniu omówione zostaną dwie interesujące zmiany: jedna w podatku dochodowym od osób fizycznych oraz jedna w podatku od towarów i usług.

Płatnicy podatku dochodowego od osób fizycznych mają obowiązek sporządzania (w zależności od rodzajów dochodów otrzymywanych przez podatników) po zakończeniu roku różnych informacji i deklaracji np. PIT-4R, PIT8-C, PIT-11. Przesyłane są one między innymi do właściwych urzędów skarbowych. Od 1 stycznia 2015 r. wprowadzony został obowiązek ich składania urzędowi skarbowemu w formie elektronicznej zgodnie z przepisami Ordynacji podatkowej. Wprowadzono jedynie wyjątek dla płatników (przedsiębiorców), którzy w ciągu całego roku „zatrudniali” w różnych formach dla nie więcej niż pięciu podatników. Mogą oni nadal wypełniać i przysyłać informacje, deklaracje w formie papierowej. Jednakże jeśli obowiązek sporządzania takich deklaracji został przekazany doradcom podatkowym lub biuram rachunkowych, to wówczas niezależnie od wielkości przedsiębiorstwa

(rozlicznych podatników), deklaracje muszą mieć formę elektroniczną (*Ustawa z dnia 26 września 2014 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw*, DzU 2014, poz. 1563). Należy zwrócić uwagę, że faktycznie forma papierowa i tak będzie miała zastosowanie dla niektórych deklaracji, ze względu na fakt ich przesyłania nie tylko do urzędów, ale także do podatników.

W przypadku podatku od towarów i usług interesującą zmianą jest poszerzenie grupy zawodów, które muszą instalować kasy fiskalne bez względu na wartość sprzedaży. Zasadniczo podatnicy nie muszą posiadać kasy fiskalnej, jeśli ich sprzedaż nie przekracza rocznego obrotu w wysokości 20 tys. zł netto. Wraz z nowym rokiem obowiązek wystawiania paragonów obejmie m.in. fryzjerów, kosmetyczki, lekarzy. Zatem każde wykonanie usługi przez np. fryzjera lub stomatologa będzie musiało być potwierdzone wystawieniem paragonu. Przy czym podatnicy, którzy nie musieli posiadać dotychczas kasy fiskalnej będą mieli dwa miesiące na jej zakup (*Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 4 listopada 2014 r.*, DzU 2014, poz. 1544). Naturalnie kontrola zachowań niezgodnych z prawem (brak wydania paragonu) dla niektórych zawodów będzie utrudniona, bo musiałaby oznaczać, że przy fotelu stomatologicznym powinien obok pomocy stomatologicznej znajdować się również urzędnik organu podatkowego. Jednakże usługobiorcy mogą zawsze żądać paragonu.



## Sytuacja gospodarcza w Polsce po czwartym kwartale 2014 r.

### Michał Zygmunt

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania  
Gospodarczego 4Future, Uniwersytet Łódzki, Wydział  
Ekonomiczno-Socjologiczny

### Wzrost gospodarczy

Polska gospodarka w trzecim kwartale 2014 r. wyhamowała po raz pierwszy od minimum cyklu koniunkturalnego odnotowanego na początku 2013 r. Wzrost realny PKB za drugi kwartał zrewidowano do poziomu 3,5% (dane wstępne 3,3%), natomiast w kwartale trzecim wzrost w cenach stałych wyniósł 3,3%. Jest to wynik lepszy niż konsensus rynkowy. Wszystko wskazuje na to, że wzrost Produktu Krajowego Brutto w całym 2014 roku wyniesie powyżej 3%. Lekki spadek dynamiki rozwoju gospodarki może być analogiczny do obserwowanego spowolnienia w poprzednim cyklu koniunkturalnym (na początku 2011 r.). Zakładając, że polska gospodarka podlega wahaniom czteroletnim (cykl Kitchina) i 3/4 cyklu to faza wzrostowa, a 1/4 przypada na spadek dynamiki PKB, to do końca 2015 roku powinniśmy oczekiwać rozwoju na poziomie 3–4% w stosunku rocznym.

Na wzrost gospodarczy w trzecim kwartale złożyły się następujące składowe: spożycie indywidualne 2 p.p., spożycie publiczne 0,7 p.p., nakłady brutto na środki trwałe 1,8 p.p., przyrost rzeczowych środków obrotowych 0,4 p.p. Ujemny wpływ na dynamikę PKB miało jedynie saldo obrotów z zagranicą –1,6 p.p. W porównaniu z drugim kwartałem mniejszy wkład (o 1 p.p.) w dynamikę PKB miały jedynie inwestycje w środki obrotowe.

Zwiększył się udział konsumpcji prywatnej i inwestycji oraz zmniejszyło się ujemne saldo eksportu i importu. Jest to zdecydowanie pozytywne zjawisko. Dynamika nakładów na środki trwałe wyniosła aż 9,9% czyli najwięcej od 2011 r. Można spodziewać się, że niskie stopy procentowe oraz nowe środki unijne będą podtrzymywać wysoką dynamikę inwestycji w 2015 r. Dobrą kondycję finansową polskiego konsumenta potwierdzają badania koniunktury GUS wskazujące, że ankietowani coraz lepiej postrzegają swoją obecną sytuację ekonomiczną oraz mają pozytywne nastawienie do przyszłego rozwoju gospodarczego kraju. Ponadto wskaźnik wyprzedzający przemysłu PMI (Purchasing Managers Index) dla Polski od kilku miesięcy znajduje się powyżej 50 punktów rozgraniczających sferę rozwoju i recesji. Ponad 25% ankietowanych firm deklaruje, że realizuje więcej zamówień niż w okresach poprzednich. Zmniejszają się również poziomy zalegania zapasów. Mniej pozytywną informacją jest fakt, że większość przedsiębiorstw nie deklaruje zwiększenia zatrudnienia. Zdecydowana większość nie spodziewa się też podwyższyć cen swoich produktów.

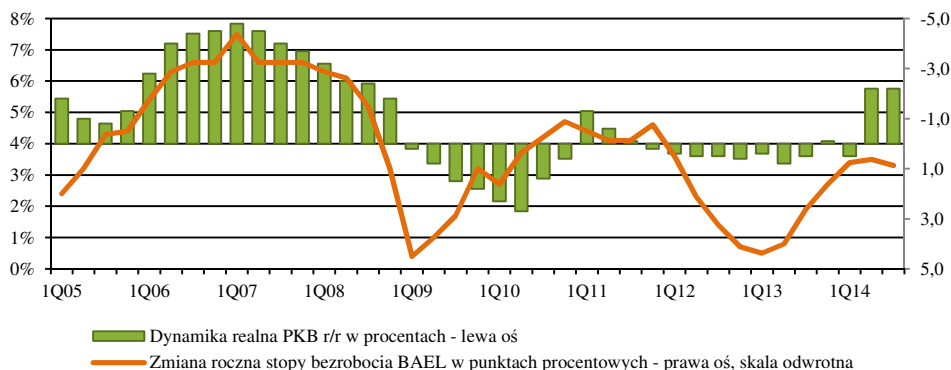
Przytoczone dane oznaczają, że w ostatnim kwartale 2014 r. wcale nie musimy oczekiwać kolejnego spowolnienia gospodarki, mimo że dane miesięczne o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej były w ostatnich miesiącach 2014 r. słabe. Dynamika produkcji przemysłowej w listopadzie wyniosła 0,3% a sprzedaży detalicznej –0,2%. Jednak mógł to być jedynie efekt mniejszej ilości dni roboczych w listopadzie, a nie początek dłuższego trwającego spadku produkcji i konsumpcji prywatnej.

## Rynek pracy

Pod koniec roku odnotowano bardzo dobre dane z rynku pracy. Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz stopa bezrobocia BAEL spadła do poziomu nienotowanego od 2009 r. W listopadzie w urzędach pracy zarejestrowanych było 1,8 mln bezrobotnych, co przełożyło się na stopę bezrobocia na poziomie 11,4%. W porównaniu do zeszłego roku jest to spadek liczby bezrobotnych o 316,5 tys. osób i stopy bezrobocia o 1,8 p.p. Można dostrzekać się kilku przyczyn spadku bezrobocia – podstawową jest ogólna poprawa sytuacji gospodarczej w kraju. Systematyczny wzrost zatrudnienia w 2014 roku na poziomie 0,7–0,8% w stosunku rocznym spowodował, że w sektorze przedsiębiorstw prywatnych zatrudnionych jest już 5551 tys. osób, czyli o 60 tys. więcej niż pod koniec roku ubiegłego i najwięcej w historii. Wzrost dynamiki PKB notowany od początku 2013 roku, z opóźnieniem zaczął oddziaływać na rynek pracy (por. wykres 1). Ponadto spadek bezrobocia może być w pewnym stopniu spowodowany przez emigrację zarobkową Polaków. Taka sytuacja miała miejsce podczas również dużych spadków liczby bezrobotnych w latach 2007–2008. Tej hipotezy nie

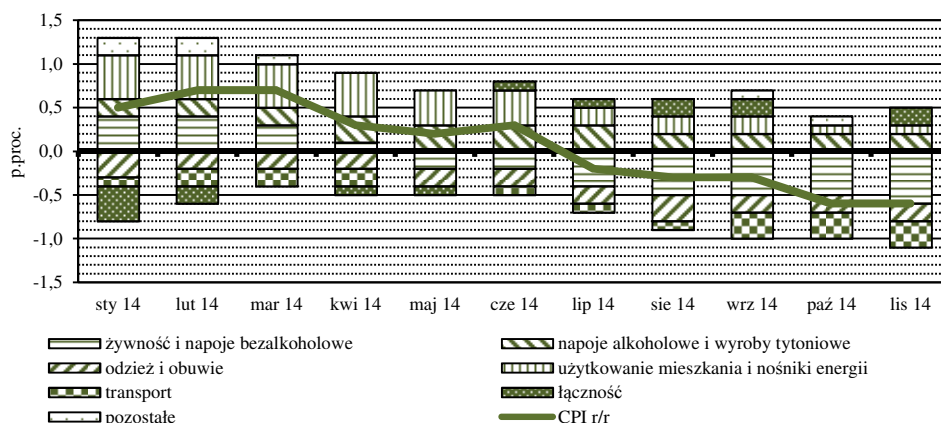
można w tym momencie potwierdzić ponieważ dane o migracji ludności publikowane są z dużym opóźnieniem. Według danych GUS w 2013 r., liczba Polaków przebywających czasowo za granicą zwiększyła się o 66 tys. osób i wynosi 2196 tys. Jeśli w 2014 r. tendencja ta pozostałaby niezmienna, to w istocie emigracja miałaby wkład w spadające bezrobocie w Polsce w podobnym stopniu co wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Nie zwiększyła się natomiast liczba emerytów i rencistów. Pod koniec trzeciego kwartału wyniosła ona 8857 tys. w stosunku do 8911 tys. w roku poprzednim. Nie można więc jednoznacznie stwierdzić, że spadek bezrobocia wynika również z intensywnej wymiany pokoleniowej w gospodarce. Do pełnego obrazu brakuje jedynie danych o zatrudnieniu w sektorze publicznym – oficjalne dane GUS podawane są z dużym opóźnieniem.

Zwiększonemu zatrudnieniu towarzyszy wzrost płac nominalnych. Średnie miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw przekroczyło 4 tys. zł. Dynamika wzrostu wynagrodzeń wyhamowała pod koniec roku. W listopadzie średnia płaca nominalna wzrosła o 2,7% w stosunku rocznym. W porównaniu do tegorocznego średniego wzrostu na poziomie 3,9% jest to dość wyraźne spowolnienie. Spadek cen



Wykres 1. Dynamika realna PKB w porównaniu ze zmianą roczną stopy bezrobocia BAEL

Źródło: opracowanie własne, dane GUS.



Wykres 2. Składowe wskaźnika cen dóbr i usług konsumpcyjnych w 2014 r.

Źródło: opracowanie własne, dane GUS.

dóbr i usług konsumpcyjnych powoduje, że w ujęciu realnym wzrost płac jest jeszcze wyższy. Średnie wynagrodzenie niestety nie odzwierciedla w pełni sytuacji polskich gospodarstw domowych. Według najnowszych danych opublikowanych przez GUS w *Raporcie o sytuacji budżetów gospodarstw domowych za rok 2013*<sup>[1]</sup> średni miesięczny dochód rozporządzalny na 1 osobę wyniósł 1299 zł, a udział wydatków w dochodzie wyniósł średnio 81,7%. Najgorszą sytuację odnotowano w gospodarstwach rencistów – tam średni dochód rozporządzalny to tylko 1007 zł, a udział wydatków w dochodzie to aż 93,9%.

### Inflacja i stopy procentowe

Deflacja zagościła na dłużej w polskiej gospodarce. Początkowo prognozowany na lato lekki spadek cen dóbr i usług konsumpcyjnych wynikający z efektu bazy i sezonowego spadku cen żywności pogłębił się i wydłużył do końca roku. Spowodowane jest to przede wszystkim czynnikami zewnętrznymi. Spadające ceny ropy naftowej o 40% przełożyły się na spadek cen detalicznych paliw. Obniżki cen na stacjach benzynowych mogły

być jeszcze większe, gdyby nie osłabienie się złotego względem dolara amerykańskiego. Jednak i tak jedna baryłka ropy naftowej przeliczona na złote polskie jest tańsza o około 30% niż pod koniec ubiegłego roku. Deflacji nie powoduje jedynie krach na rynku ropy. Tanieje przede wszystkim żywność. Tłumaczy się to rosyjskim embargiem na produkty polskie, a tym samym nadpodażą żywności na rynku krajowym. Składnikiem, który tradycyjnie pomniejsza wskaźnik inflacji są ceny odzieży i obuwia. Coraz mniejszy dodatni udział we wskaźniku CPI w bieżącym roku mają też ceny związane z użytkowaniem mieszkania i nośnikami energii. Wraz za ropą naftową tanieją również inne surowce energetyczne. Indeks surowcowy publikowany przez agencję Reuters jest na najniższym poziomie od 2009 r., czyli od czasu najgłębszej recesji ostatniego kryzysu finansowego. Pełna struktura wskaźnika cen dóbr i usług konsumpcyjnych przedstawiona została na wykresie 2.

Bieżąca sytuacja jest dużym wyzwaniem dla Rady Polityki Pieniężnej. Z jednej strony polityka monetarna nie ma żadnego wpływu na zewnętrzne szoki, które są główną przyczyną deflacji. Obniżenie referencyjnej

stopy procentowej poniżej rekordowo niskiego poziomu 2%, który został ustanowiony w październiku niewiele by pomogło. Z drugiej strony RPP jest rozliczana z utrzymywania się inflacji w przedziale  $2,5\% \pm 1\%$ . W obecnej sytuacji powstaje pytanie, czy strategia celu inflacyjnego jest odpowiednia dla naszej gospodarki?

Ujemna dynamika cen spodziewana jest również na początku 2015 r. Ryzyko wejścia w spiralę deflacji ogranicza jej zewnętrzny charakter oraz dość wysoka dynamika PKB. Wiele zależy od globalnego popytu na surowce energetyczne i polityki cenowej największych producentów ropy naftowej. Nie bez znaczenia pozostaje również sytuacja za naszą wschodnią granicą, hamująca eksport polskich towarów na wschód. Argumentem przeciwko utrzymującej deflacji są również oczekiwania inflacyjne, które w dłuższym horyzoncie wskazują na wzrost cen. Listopadowa projekcja inflacji opublikowana w *Raporcie o Inflacji*<sup>[2]</sup> przewiduje, że wskaźnik CPI pod koniec 2015 r. powinien przekroczyć 1,5%.

Wraz z obniżeniem stopy procentowej w październiku wzrosła podaż pieniądza w gospodarce. Agregat M3 wynosi już 1033 mld zł. Od sierpnia zwiększa się tempo podaży pieniądza – do 8% w listopadzie 2014 r. w porównaniu do średniego tempa około 5,7% w ciągu 12 miesięcy poprzedzających wzrost. Wzrost podaży pieniądza może być czynnikiem, który pobudzi wzrost cen.

### Finanse publiczne

Sejm przyjął ustawę budżetową na rok 2015. Maksymalny poziom deficytu budżetowego został założony na poziomie 46,8 mld zł wobec szacunkowego deficytu budżetu w listopadzie na pozio-

mie 24,7 mld zł. Ponadto potrzeby pożyczkowe netto mają wynieść maksymalnie 54,0 mld zł. Co ciekawe deficyt budżetowy nie jest wysoce skorelowany z dynamiką wzrostu gospodarczego – korelacja pomiędzy wynikiem budżetu państwa a wzrostem PKB wynosi 45% dla dynamiki realnej i 53% dla nominalnej w latach 2004–2013. Budżet państwa przewiduje wzrost PKB w 2015 r. na poziomie 3,4% oraz inflację na średniorocznym poziomie 1,2%. Deficyt całego sektora publicznego ma wynieść 2,8%, co daje szansę na zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu przez Komisję Europejską.

Dług Skarbu Państwa pod koniec października wyniósł 767,5 mld zł, natomiast zadłużenie całego sektora publicznego według metodologii polskiej (państwowy dług publiczny) 802,1 mld zł, a według metodologii unijnej (Maastricht debt) 831,9 mld zł. Jeśli zadłużenie Skarbu Państwa pozostałoby na podobnym poziomie jak w październiku oraz przy założeniu, że nominalny PKB wyniósłby 1727,9 mld zł (przy takim samym nominalnym rocznym wzroście w IV kwartale br. jak w III kw. – 3,4%) dług Skarbu Państwa w stosunku do PKB w 2014 r. wyniósłby 44,4%. Dług Skarbu Państwa stanowi 91,6% państwowego długu publicznego. Jeśli relacja ta pozostałaby niezmienna do końca roku oraz przy założeniach, jak powyżej, stosunek długu publicznego do PKB wyniósłby na koniec br. 48,5%, a gdyby nie umorzono obligacji będących w aktywach Otwartych Funduszy Emerytalnych (146 mld zł) 57,7%. Dokonując kolejnej reformy systemu emerytalnego oraz nowelizując ustawę o finansach publicznych uniknięto wprowadzenia ostrych procedur sanacyjnych. Przekroczenie poziomu 55% na mocy art. 86 ust. 1 oznaczałoby, że w kolejnym roku budżetowym nie można

byłoby przewidzieć deficytu budżetowego. Ponadto zabroniony byłby wzrost wynagrodzeń pracowników sfery budżetowej, wzrost wydatków jednostek sfery budżetowej oraz udzielanie nowych pożyczek z budżetu państwa. Można się tylko zastanawiać, jakie skutki dla gospodarki miałyby natychmiastowe ograniczenie deficytu budżetowego.

### **Perspektywy na przyszłość**

Jakie są więc prognozy na rok 2015? Prawdopodobnie utrzyma się pozytywna tendencja na rynku pracy. Stopa bezrobocia rejestrowanego powinna spaść w miesiącach letnich poniżej 11%. Gospodar-

ka będzie się rozwijała w podobnym tempie około 3%, choć część ekonomistów przewiduje osłabienie się koniunktury. Komisja Europejska prognozuje wzrost PKB Polski na poziomie 2,8%, OECD 3%, a Bank Światowy 3,5%. Nic nie wskazuje natomiast, aby deflacja utrzymała się w Polsce na dłużej. Obecny spadek cen wynika przede wszystkim z czynników zewnętrznych, niezależnych od wewnętrznych procesów gospodarczych. Rada Polityki Pieniężnej prawdopodobnie nie zmieni stóp procentowych w przyszłym roku. Źródłem niepokoju będzie nadal sytuacja za naszą wschodnią granicą. Na pewno, gdyby nie rosyjskie embargo na polskie produkty, wzrost PKB mógłby być większy.

---

[1] <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/warunki-zycia/dochody-wydatki-i-warunki-zycia-ludnosci/budzety-gospodarstw-domowych-w-2013-r-,9,8.html>.

[2] [http://www.nbp.pl/polityka\\_pieniezna/dokumenty/raport\\_o\\_inflacji/raport\\_listopad\\_2014.pdf](http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/raport_o_inflacji/raport_listopad_2014.pdf).