

Listopad 2013 r.

Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 24 października 2013 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie	9
1.2 Procesy inflacyjne za granicą	12
1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe	13
Ramka 1: Wpływ komunikacji dotyczącej zakończenia programów luzowania ilościowego przez Fed na wycenę aktywów finansowych	16
1.4 Światowe rynki surowców	19
2 Gospodarka krajowa	21
2.1 Procesy inflacyjne	21
Ramka 2: Lepkie ceny – konsekwencje makroekonomiczne oraz wyniki badań dla Polski	24
2.2 Popyt i produkcja	26
2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	34
2.4 Rynek pracy	35
2.5 Rynki aktywów	37
Ramka 3: <i>Forward guidance</i> – nowe narzędzie komunikacji polityki pieniężnej	40
2.6 Kredyt i pieniądz	44
2.7 Bilans płatniczy	48
3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2013 r.	51
4 Projekcja inflacji i PKB	63
4.1 Synteza	64
4.2 Otoczenie zewnętrzne	66
4.3 Gospodarka polska w latach 2013-2015	69
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	79
4.5 Źródła niepewności projekcji	82
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie czerwiec – wrzesień 2013 r.	87

Synteza

W II kw. br. wzrost gospodarczy na świecie przyspieszył, choć pozostał niższy od wieloletniej średniej. Poprawa koniunktury była widoczna głównie w gospodarkach rozwiniętych. W szczególności przyspieszył wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych, a w strefie euro dynamika PKB – po sześciu kwartałach spadku PKB – stała się dodatnia. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB wciąż się obniżała, kształtując się na historycznie niskim dla tych krajów poziomie. Publikowane w ostatnich miesiącach wskaźniki koniunktury w gospodarce światowej wskazują na poprawę dynamiki aktywności gospodarczej w III kw. br.

W ostatnich miesiącach inflacja na świecie nieco wzrosła, co należy wiązać głównie z czynnikami o charakterze podażowym. W Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro pozostała ona na poziomie niższym od wieloletniej średniej pomimo pewnego wzrostu następującego wraz ze wzrostem cen energii. W Stanach Zjednoczonych inflacja bazowa również nieco wzrosła, zaś w strefie euro pozostała stabilna. W największych gospodarkach wschodzących wzrost inflacji nastąpił pomimo relatywnie niskiej dynamiki popytu. W części tych krajów wzrost inflacji był związany przede wszystkim z przyspieszeniem dynamiki cen żywności, a w innych – także z deprecjacją kursów ich walut.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostała ekspansywna, a banki te podtrzymały zapowiedź lub zapowiedziały utrzymanie bardzo łagodnej polityki pieniężnej przez dłuższy okres. W szczególności EBC zadeklarował zamiar pozostawienia stóp procentowych przez dłuższy czas na bieżącym lub niższym poziomie i utrzymał gotowość do wprowadzenia programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Bank Anglii zapowiedział – pod pewnymi warunkami – niepodwyższanie stóp procentowych z obecnego poziomu 0,50%, dopóki stopa bezrobocia w Wielkiej Brytanii nie obniży się poniżej 7,0%. Fed podtrzymał swoją warunkową deklarację pozostawienia krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie bliskim zera. Równocześnie Fed, wbrew oczekiwaniom rynkowym, utrzymał we wrześniu skalę zakupu aktywów na poziomie 85 mld USD miesięcznie. Nadal sygnalizował jednak możliwość zmniejszenia skali tych zakupów w przypadku, gdy napływające dane potwierdzą trwałość ożywienia w gospodarce amerykańskiej. Większość banków centralnych gospodarek wschodzących, ze względu na niską dynamikę aktywności gospodarczej, utrzymała stopy procentowe na niskim poziomie.

W ostatnich miesiącach niepewność co do przyszłej polityki pieniężnej i fiskalnej w Stanach Zjednoczonych oddziaływała w kierunku utrzymania się podwyższonej zmienności cen aktywów na świecie. Do połowy września oczekiwano zmniejszenia skali luzowania ilościowego, co przyczyniło się do odpływu kapitału z bardziej ryzykownych rynków, deprecjacji kursów walut wielu krajów wschodzących i wzrostu rentowności obligacji skarbowych na całym świecie. We wrześniu, po niezmnieszeniu przez Fed skali luzowania ilościowego, kapitał ponownie napłynął na rynki wschodzące, a kursy ich walut się umocniły, co zostało przejściowo zakłócone przez wzrost niepewności dotyczącej podniesienia limitu zadłużenia rządu Stanów Zjednoczonych.

W Polsce, roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) od czerwca 2012 r. systematycznie się obniżała, osiągając w czerwcu 2013 r. 0,2%. W kolejnych miesiącach inflacja wzrosła (do 1,0% we wrześniu br.), pozostając jednak poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Wzrost inflacji wobec poziomu z czerwca wynikał przede wszystkim z przyspieszenia dynamiki cen żywności nieprzetworzonej, w tym głównie warzyw. Podwyższenie inflacji wynikało również z oddziaływania czynnika o charakterze regulacyjnym, tj. znacznego wzrostu opłat za wywóz nieczystości. Jednocześnie roczna dynamika CPI była ograniczana, choć w coraz mniejszym stopniu, przez ujemną dynamikę cen energii. Presja popytowa i kosztowa w gospodarce pozostała niska, na co wskazuje niska dynamika spożycia indywidualnego i płac oraz utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu.

W II kw. br. wzrost gospodarczy w Polsce – po okresie silnego spowolnienia – nieznacznie przyspieszył. Roczne tempo wzrostu PKB wyniosło w omawianym okresie 0,8% (wobec 0,5% r/r w I kw. br.), pozostając znacząco poniżej tempa wzrostu potencjalnego. Przyspieszenie rocznego tempa wzrostu PKB w II kw. 2013 r. było wynikiem zwiększenia wkładu eksportu netto w porównaniu z I kw. br. Jednocześnie w kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziałował spadek popytu krajowego, związany przede wszystkim z ujemnym wkładem zmiany stanu i w mniejszym stopniu z dalszym spadkiem inwestycji. Z kolei spożycie prywatne i – w nieco większym stopniu – publiczne wniosły dodatni wkład do wzrostu PKB.

Ze względu na niską dynamikę PKB, roczne tempo wzrostu liczby pracujących w gospodarce w II kw. br. pozostało ujemne. Dane dotyczące zatrudnienia w gospodarce w II kw., jak również dane z przedsiębiorstw za III kw. br. wskazywały jednak na stopniowe wyhamowanie spadku zatrudnienia. Równocześnie stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach – po okresie wzrostu – ustabilizowała się na podwyższonym poziomie. Dane dotyczące wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy wskazywały na brak presji płacowej w gospodarce w ostatnim okresie.

W lipcu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) obniżyła stopy procentowe o 0,25 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 2,50 pkt proc., kończąc tym samym cykl łagodzenia polityki pieniężnej. We wrześniu RPP zasygnalizowała, że stopy procentowe pozostaną niezmienione przynajmniej do końca 2013 r.¹ W ostatnich miesiącach rentowności polskich obligacji skarbowych, szczególnie o dłuższym terminie zapadalności się zwiększyły. Wzrost ten był związany przede wszystkim z sygnałami możliwego wycofywania się z programów luzowania ilościowego przez Fed, co przekładało się na spadek zaangażowania nierezydentów na polskim rynku obligacji skarbowych. Od publikacji poprzedniego *Raportu* wzrosły również indeksy giełdowe, co było związane z poprawą nastrojów na światowych rynkach oraz sygnałami ożywienia gospodarczego w Polsce.

Po deprecjacji związanej z pojawieniem się oczekiwań na zmniejszenie skali łagodzenia ilościowego przez Fed, od lipca złoty zaczął się stopniowo umacniać. Oprócz uspokojenia nastrojów na rynkach wschodzących w kierunku aprecjacji złotego oddziaływało wygaśnięcie oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych NBP, poprawa perspektyw gospodarczych oraz poprawa salda rachunku obrotów bieżących Polski.

¹ Na listopadowym posiedzeniu (tj. posiedzeniu, na którym został przyjęty niniejszy *Raport*), RPP oceniła, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmienionym poziomie co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.

W ostatnich miesiącach wzrost akcji kredytowej pozostał relatywnie niski. Utrzymało się spowolnienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw związane w głównej mierze z niskim popytem na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Z kolei wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w III kw. 2013 r. nieco przyspieszył, przede wszystkim w segmencie kredytów konsumpcyjnych, a częściowo także mieszkaniowych. W III kw. 2013 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza utrzymało się na dosyć niskim poziomie, natomiast nadal silnie rosła dynamika agregatu M1. Zwiększenie się dynamiki M1 było związane ze zmianą struktury terminowej aktywów gospodarstw domowych, w szczególności ze wzrostem pieniądza gotówkowego w obiegu oraz z przesunięciem środków z lokat terminowych na rachunki bieżące.

W II kw. br. po raz pierwszy od 2000 r. (tj. od publikacji kwartalnych danych o bilansie płatniczym na bazie transakcji) saldo na rachunku obrotów bieżących było dodatnie, do czego przyczyniła się nadwyżka w obrotach towarowych, wynikająca z dalszego spadku importu i umiarkowanego wzrostu eksportu towarów. Konsekwencją dodatniego salda na rachunku obrotów bieżących w II kw. 2013 r. była wyraźna poprawa wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski, a w szczególności wzrost relacji salda obrotów bieżących do PKB. W II kw. wzrosła także nadwyżka na rachunku obrotów kapitałowych w porównaniu z II kw. ub.r., co było związane ze wzrostem napływu funduszy z Unii Europejskiej o charakterze inwestycyjnym. Równocześnie, po raz pierwszy od 2004 r., pojawił się deficyt na rachunku finansowym, który wynikał przede wszystkim z odpływu kapitału portfelowego z rynku krajowych obligacji skarbowych po realizacji zysków przez część inwestorów zagranicznych po jego wcześniejszym silnym napływie.

Raport o inflacji ma następującą strukturę: w Rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz wpływające na nie czynniki krajowe opisano w Rozdziale 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej (ang. *minutes*) w okresie lipiec-październik 2013 wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. są umieszczone w Rozdziale 3. Opis dyskusji na listopadowym posiedzeniu zostanie opublikowany 21 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie czerwiec-wrzesień 2013 r. znajdują się w Rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono trzy ramki: „Wpływ komunikacji dotyczącej zakończenia programów luzowania ilościowego przez Fed na wycenę aktywów finansowych”, „Lepkie ceny – konsekwencje makroekonomiczne oraz wyniki badań dla Polski” oraz „*Forward guidance* – nowe narzędzie komunikacji polityki pieniężnej”.

W Rozdziale 4 *Raportu* przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których RPP podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 21 października 2013 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,9-1,0% w 2013 r. (wobec 0,6-1,1% w projekcji z lipca 2013 r.), 1,1-2,2% w 2014 r. (wobec 0,4-2,0%) oraz 1,1-2,6% w 2015 r. (wobec 0,7-2,4%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,0-1,5% w 2013 r. (wobec 0,5-1,7% w projekcji z lipca 2013 r.), 2,0-3,9% w 2014 r. (wobec 1,2-3,5%) oraz 2,1-4,5% w 2015 r. (wobec 1,6-4,2%).

1 Otoczenie polskiej gospodarki

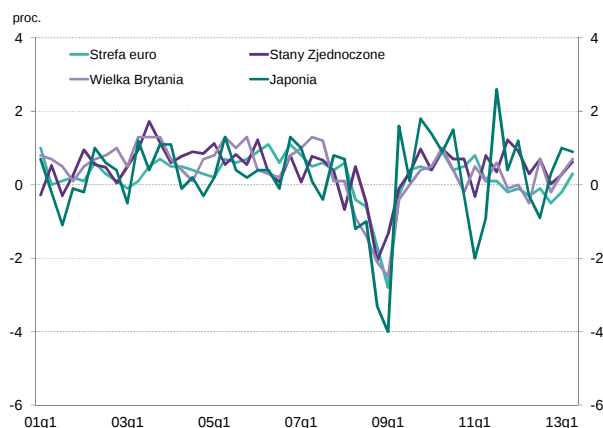
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie

W II kw. br. wzrost gospodarczy na świecie przyspieszył, choć pozostał niższy od wieloletniej średniej (Wykres 1.1). Poprawa koniunktury była widoczna głównie w gospodarkach rozwiniętych. W szczególności przyspieszył wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych, a w strefie euro dynamika PKB – po sześciu kwartałach spadku PKB – stała się dodatnia. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB wciąż się obniżala, kształtując się na historycznie niskim dla tych krajów poziomie. Publikowane w ostatnich miesiącach wskaźniki koniunktury w gospodarce światowej wskazują na poprawę dynamiki aktywności gospodarczej w III kw. br. (Wykres 1.2).

Tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w II kw. 2013 r. przyspieszyło do 0,6% kw/kw (wobec 0,3% kw/kw w I kw. br.; Wykres 1.1)². Dynamikę PKB wspierał wzrost konsumpcji (w tym konsumpcji dóbr trwałych) oraz inwestycji (w tym inwestycji mieszkaniowych), a także – w mniejszym stopniu – zmiana stanu zapasów. Z kolei wkład eksportu netto do wzrostu PKB był zerowy. Ujemny wkład do wzrostu PKB miały natomiast wydatki publiczne, co można wiązać z prowadzonym zacięśnieniem fiskalnym.

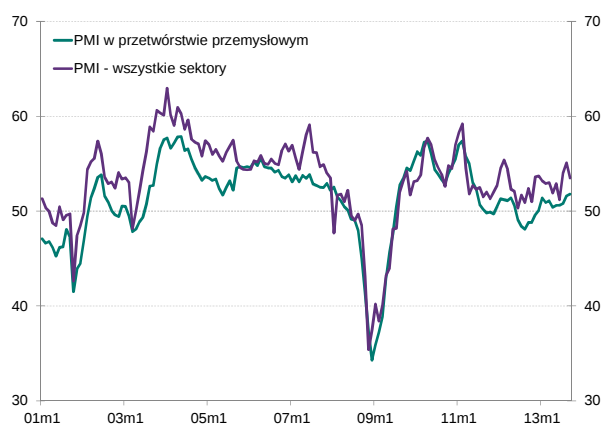
Napływające w ostatnim okresie dane (obniżenie wzrostu sprzedaży detalicznej oraz pogorszenie nastrojów konsumentów) wskazują, że tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w III kw. mogło nieco spowolnić. Jednakże średniookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego pozostały relatywnie korzystne. W ostatnim okresie zwiększyła się bowiem dynamika produkcji przemysłowej oraz istotnie wzrósł optymizm

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.

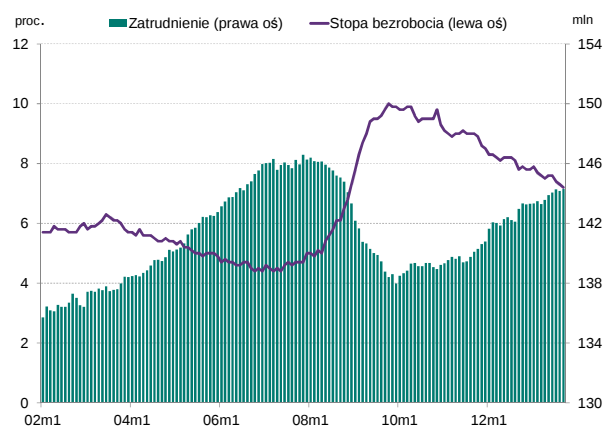
² Prezentowane w tym rozdziale dane dotyczące kwartalnego tempa wzrostu PKB są wyrównane sezonowo.

przedsiębiorców, a sytuacja na rynku pracy dalej stopniowo się poprawiała (Wykres 1.3)³. Równocześnie wciąż rosły ceny na rynku nieruchomości. Pewnym ryzykiem dla dalszej poprawy sytuacji na tym rynku jest wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych po zasygnalizowaniu przez Rezerwę Federalną możliwości ograniczenia skali luzowania ilościowego.

W strefie euro dynamika PKB w II kw. – po sześciu kwartałach spadku PKB – była dodatnia i wyniosła 0,3% kw/kw (wobec -0,2% kw/kw w I kw. br.). Wzrost PKB można wiązać przede wszystkim ze wzrostem popytu zewnętrznego, następującego wraz z pewnym ożywieniem aktywności w pozostałych gospodarkach rozwiniętych i poprawą konkurencyjności części gospodarek (w tym zwłaszcza Hiszpanii i Portugalii). Dynamikę PKB w II kw. wspierał również wzrost spożycia zbiorowego, związany ze zmniejszeniem tempa zacieśnienia fiskalnego. Równocześnie inwestycje – po wyraźnym spadku w I kw. br., który wynikał z czynników pogodowych – w II kw. br. wzrosły. W II kw. pozytywnie na wzrost PKB oddziałował także – choć w niewielkim stopniu – wzrost konsumpcji prywatnej, który nastąpił po wcześniejszym wzroście dynamiki realnych dochodów gospodarstw domowych⁴.

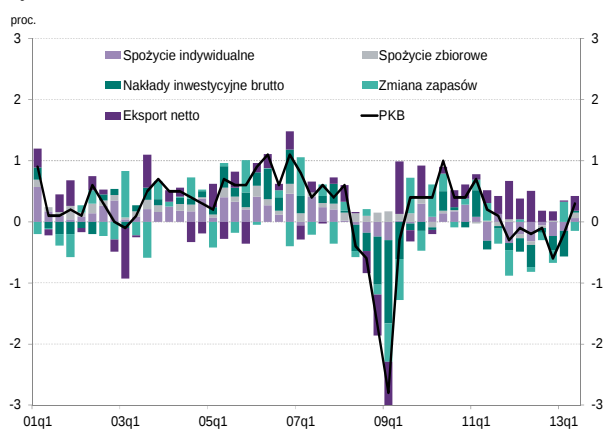
W największej gospodarce strefy euro – Niemczech – tempo wzrostu PKB przyspieszyło w II kw. do 0,7% kw/kw (wobec 0,0% kw/kw w I kw. br.). Do przyspieszenia wzrostu PKB przyczynił się zarówno wzrost popytu krajowego – co częściowo wynikało z czynników jednorazowych – jak również wzrost popytu zewnętrznego⁵. Aktywność gospodarczą w Niemczech wspierała korzystna sytuacja na rynku pracy (niska stopa bezrobocia

Wykres 1.3 Stopa bezrobocia i poziom zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych



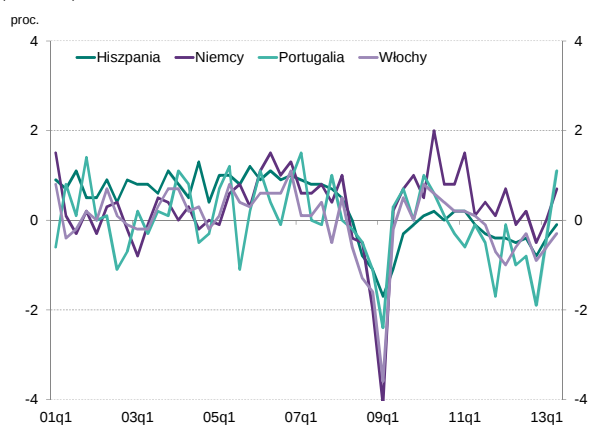
Źródło: Dane BLS.

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



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.5 Wzrost PKB w wybranych krajach strefy euro (kw/kw)



Źródło: Dane Eurostat.

³ Przejawem stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy był dalszy spadek stopy bezrobocia oraz wzrost zatrudnienia, zaś negatywnym zjawiskiem był spadek aktywności zawodowej.

⁴ Tempo wzrostu realnych dochodów gospodarstw domowych wyniosło w I kw. br. -1,0% r/r (wobec -2,5% r/r kwartał wcześniej).

⁵ Czynniki jednorazowe obejmują przesunięcie aktywności w sektorze budowlanym z I na II kw. br., związane z warunkami pogodowymi.

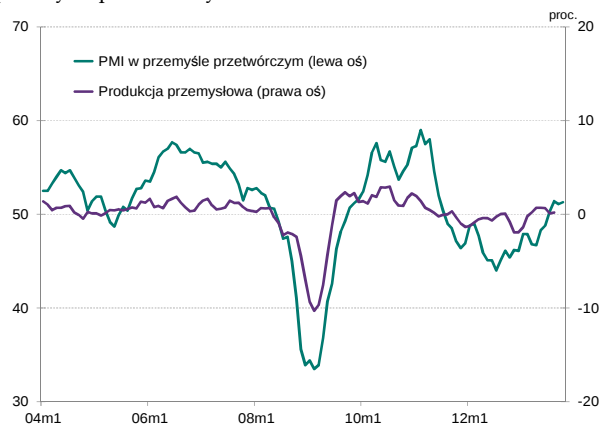
i wzrost zatrudnienia) przyczyniająca się do wzrostu realnych dochodów do dyspozycji. Aktywność gospodarczą wspierał także wzrost popytu na rynku nieruchomości, związany ze wzrostem optymizmu konsumentów i niskimi stopami procentowymi.

Równocześnie w II kw. br. zwiększyła się dynamika PKB w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem związanym z wysokim zadłużeniem i wcześniejszą utratą konkurencyjności. Wzrost dynamiki PKB dotyczył w szczególności Hiszpanii, Włoch oraz Portugalii i był związany z wysokim wzrostem eksportu (Wykres 1.5). Tempo wzrostu PKB we Włoszech i Hiszpanii – ze względu na utrzymujący się spadek popytu krajowego – pozostawało jednak ujemne.

Pomimo sygnałów pewnego ożywienia, w tym poprawy nastrojów przedsiębiorców i wzrostu sprzedaży detalicznej w lipcu i sierpniu br., perspektywy wzrostu PKB w strefie euro pozostają umiarkowane. Ten obraz potwierdzają dane wskazujące na stagnację produkcji przemysłowej w omawianym okresie (Wykres 1.6). Popyt w strefie euro wciąż pozostaje ograniczony ze względu na wysokie zadłużenie sektora prywatnego i publicznego w części gospodarek, zacieśnianie warunków kredytowania przez banki komercyjne, a także utrzymującą się złą sytuację na rynku pracy (objawiającą się wysoką stopą bezrobocia oraz dalszym spadkiem zatrudnienia; Wykres 1.7).

W nowych krajach członkowskich UE tempo wzrostu PKB w II kw. 2013 r. również przyspieszyło (Wykres 1.8). Ożywienie aktywności gospodarczej w tych krajach wspierał wzrost popytu zagranicznego, wynikający z przyspieszenia dynamiki PKB w strefie euro. W większości z tych gospodarek – pomimo utrzymywania się wysokiej w porównaniu z poprzednimi latami stopy bezrobocia – wzrósł również popyt konsumpcyjny. Jego wzrost można

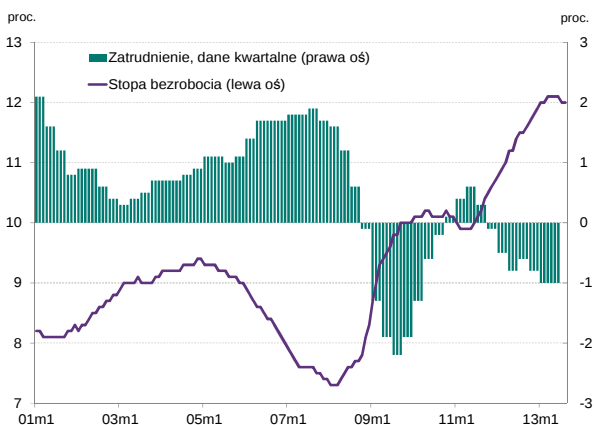
Wykres 1.6 Wzrost produkcji przemysłowej* i indeks PMI w przemyśle przetwórczym w strefie euro



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

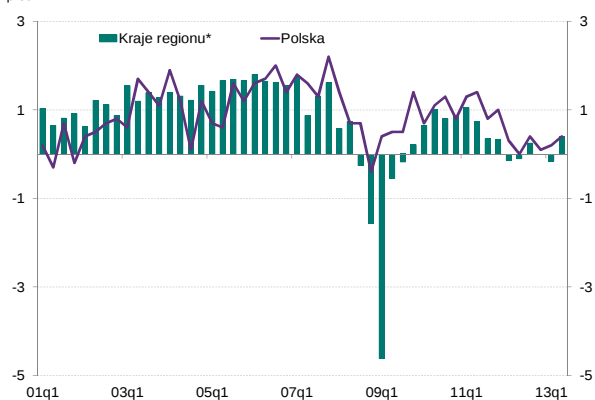
* Zmiana trzymiesięcznej średniej ruchomej indeksu produkcji sprzedanej przemysłu w stosunku do analogicznej średniej sprzed trzech miesięcy.

Wykres 1.7 Zatrudnienie (t/t) oraz stopa bezrobocia w strefie euro



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.8 Wzrost PKB w Polsce i krajach regionu* (kw/kw)



Źródło: Dane Eurostat.

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

wiązać z obniżeniem się inflacji, które wspierało siłę nabywczą konsumentów. W części gospodarek (w tym zwłaszcza w Estonii i na Litwie) czynnikiem wspierającym dynamikę PKB było także przyspieszenie tempa wzrostu inwestycji.

W większości największych gospodarek wschodzących tempo wzrostu PKB w II kw. br. nadal się obniżało (Wykres 1.9.). W Chinach, po spowolnieniu w II kw. br., tempo wzrostu PKB w III kw. nieco wzrosło. Wzrost dynamiki PKB w tej gospodarce wynikał zarówno z pewnego ożywienia popytu zewnętrznego, jak i wewnętrznego.

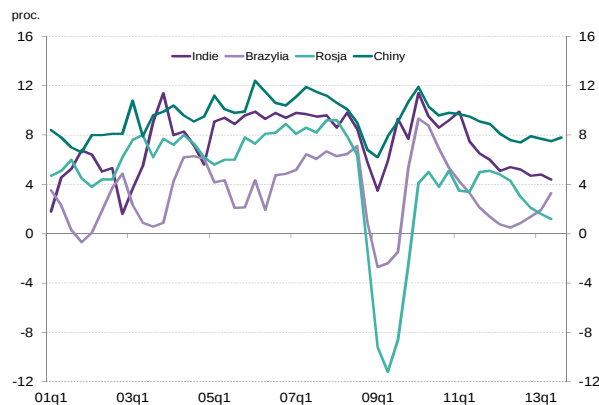
1.2 Procesy inflacyjne za granicą

W ostatnich miesiącach, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i wschodzących, inflacja nieco wzrosła (Wykres 1.10), co należy wiązać głównie z czynnikami o charakterze podażowym.

Pomimo pewnego wzrostu inflacji, w krajach rozwiniętych pozostała ona na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Wzrost inflacji w tych gospodarkach w czerwcu i lipcu wynikał przede wszystkim z przyspieszenia dynamiki cen energii. W kolejnych miesiącach dynamika cen energii wyhamowała, co przyczyniło się do obniżenia rocznego wskaźnika CPI (Wykres 1.11). W Stanach Zjednoczonych przyspieszeniu dynamiki popytu w gospodarce towarzyszył pewien wzrost inflacji bazowej, zaś w strefie euro inflacja bazowa pozostała umiarkowana, co można wiązać z niską dynamiką aktywności gospodarczej i utrzymującym się wysokim poziomem bezrobocia⁶.

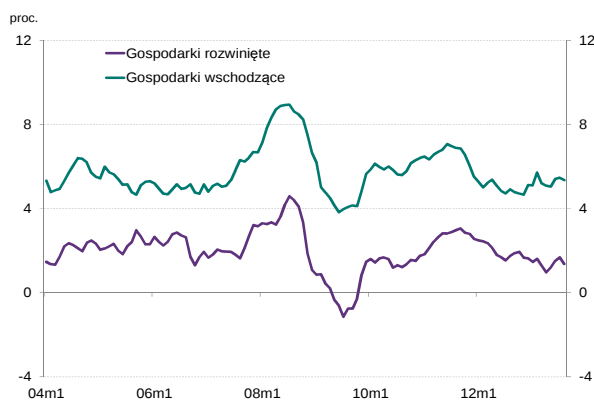
W ostatnich miesiącach inflacja w gospodarkach wschodzących wzrosła do poziomu zbliżonego do średniej wieloletniej, co nastąpiło pomimo

Wykres 1.9 Wzrost gospodarczy w Chinach, Indiach, Brazylii i Rosji (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

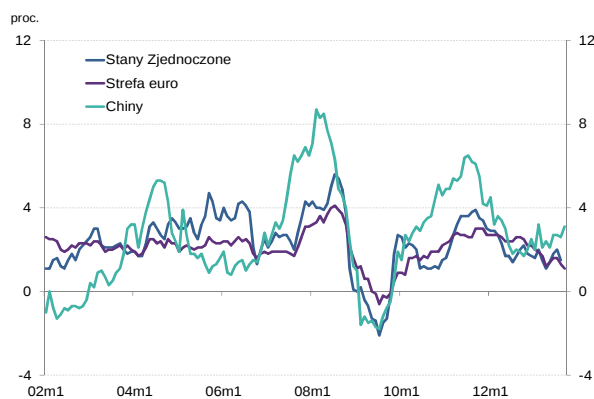
Wykres 1.10 Inflacja w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących* (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

* Średnia ważona inflacja dla gospodarek rozwiniętych i największych gospodarek wschodzących (stanowiących 80% PKB w tej grupie krajów w 2011 r.). Grupy krajów przyjęte zgodnie z podziałem MFW. Wagi dla poszczególnych krajów przyjęto zgodnie z ich PKB.

Wykres 1.11 Inflacja CPI (Stany Zjednoczone i Chiny) oraz HICP (strefa euro) (r/r)



Źródło: Dane OECD, Eurostat.

⁶ W Stanach Zjednoczonych inflacja bazowa wzrosła z 1,6% w czerwcu br. do 1,8% w sierpniu br., zaś w strefie euro nieznacznie się obniżyła z 1,3% w czerwcu do 1,2% we wrześniu br.

relatywnie niskiej dynamiki popytu w tych gospodarkach. W kierunku wzrostu inflacji w tych krajach oddziaływało zwłaszcza przyspieszenie dynamiki cen żywności (w Chinach), a w niektórych także deprecjacja kursów ich walut (np. w Indiach).

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja w ostatnich miesiącach nadal znacząco się obniżała (Wykres 1.12). W większości krajów w kierunku spadku inflacji oddziaływało obniżenie dynamiki cen żywności, a w części z nich, także spadek dynamiki regulowanych cen energii (na Węgrzech i w Bułgarii). W warunkach wciąż niskiej aktywności gospodarczej, w tym przy wyższej niż w poprzednich latach stopie bezrobocia, inflacja bazowa w regionie również się obniżyła.

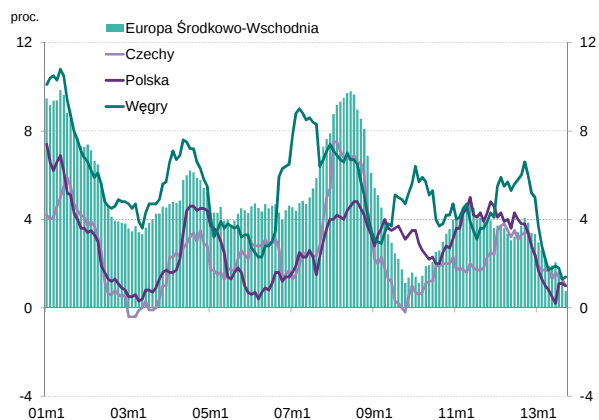
1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe

W ostatnich miesiącach niepewność co do przyszłej polityki pieniężnej i fiskalnej w Stanach Zjednoczonych oddziaływały w kierunku utrzymania się podwyższonej zmienności cen aktywów na świecie.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* polityka pieniężna głównych banków centralnych (w tym Fed, EBC i Banku Anglii) pozostała ekspansywna (Wykres 1.13, Wykres 1.14). Równocześnie banki te podtrzymały zapowiedź lub zapowiedziały utrzymanie bardzo łagodnej polityki pieniężnej przez dłuższy okres (por. *Ramka 3 Forward guidance – nowe narzędzie komunikacji polityki pieniężnej*).

W szczególności EBC zadeklarował zamiar pozostawienia stóp procentowych przez dłuższy czas na bieżącym lub niższym poziomie, w tym podstawowej stopy repo i stopy depozytowej odpowiednio na poziomie co najwyżej 0,50% i 0,00%. Ponadto, EBC utrzymał gotowość do wprowadzenia programu zakupu obligacji

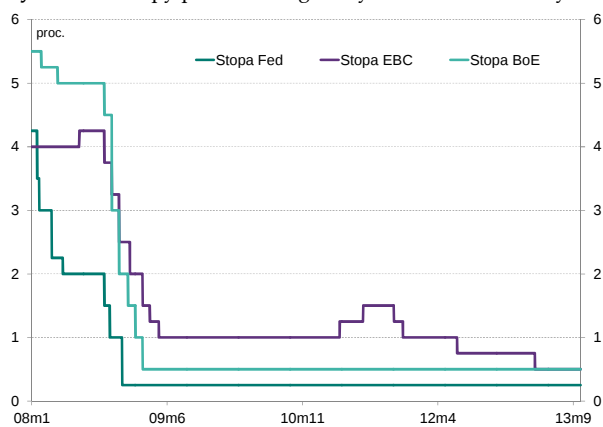
Wykres 1.12 Inflacja CPI w regionie Europy Środkowo-Wschodniej* i jego największych gospodarkach (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg.

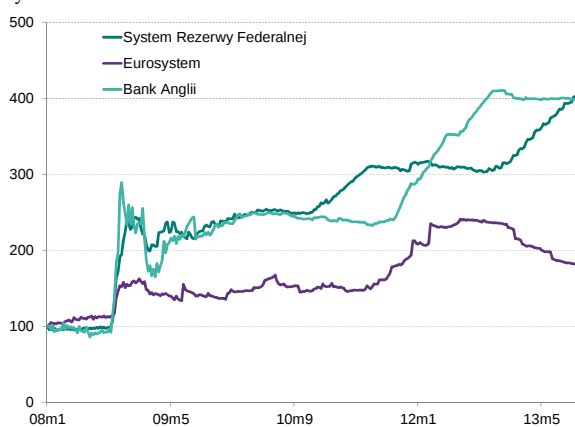
*Średnia arytmetyczna wskaźników inflacji w Bułgarii, Czechach, Estonii, na Litwie, Łotwie, w Polsce, Rumunii, Słowacji oraz na Węgrzech.

Wykres 1.13 Stopy procentowe głównych banków centralnych



Źródło: Dane Bloomberg.

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

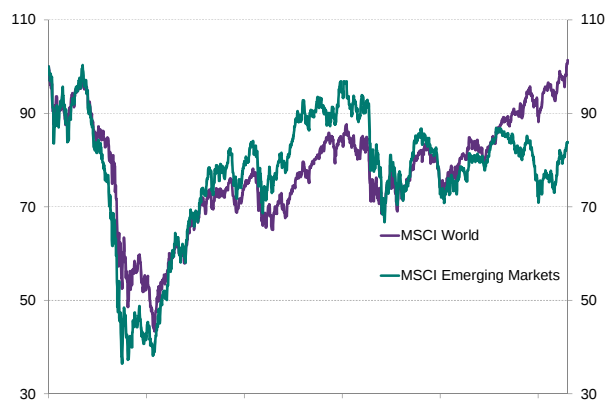
skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym oraz zadeklarował możliwość uruchomienia nowego programu zasilania banków w płynność.

Bank Anglii zapowiedział niepodwyższanie stóp procentowych z obecnego poziomu 0,50%, dopóki stopa bezrobocia w Wielkiej Brytanii nie obniży się poniżej 7%, chyba że – zgodnie z prognozą Komitetu Polityki Pieniężnej⁷ – prognozowany roczny wskaźnik inflacji CPI w perspektywie 18-24 miesięcy przekroczy 2,5%, średniookresowe oczekiwania inflacyjne wzrosną znacząco ponad cel inflacyjny albo zagrożona będzie stabilność systemu finansowego.

Fed utrzymał swoją deklarację pozostawienia krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%) do momentu, kiedy stopa bezrobocia obniży się poniżej 6,5%, prognozowana w okresie 1-2 lat inflacja nie przekroczy 2,5%, a długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostaną zakotwiczone. Równocześnie Fed wbrew wcześniejszym oczekiwaniom rynkowym (por. *Ramka 1 Wpływ sygnałów zakończenia programów luzowania ilościowego przez Fed na rynki finansowe*) utrzymał w połowie września skalę zakupu aktywów na poziomie 85 mld USD miesięcznie. Zasygnalizował jednak możliwość zmniejszenia ich skali w przypadku, gdy napływające dane potwierdzą trwałość ożywienia w gospodarce amerykańskiej.

Do połowy września utrzymywały się oczekiwania na zmniejszenie skali luzowania ilościowego, co przyczyniło się do odpływu kapitału z bardziej ryzykownych rynków i wzrostu rentowności obligacji skarbowych na całym świecie. Wzrost rentowności niemieckich obligacji skarbowych był mniejszy niż rentowności obligacji amerykańskich. Wynikało to ze stabilnej sytuacji sektora finansów publicznych w Niemczech, a także z zapowiedzi

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

⁷ Monetary Policy Committee – odpowiednik polskiej Rady Polityki Pieniężnej.

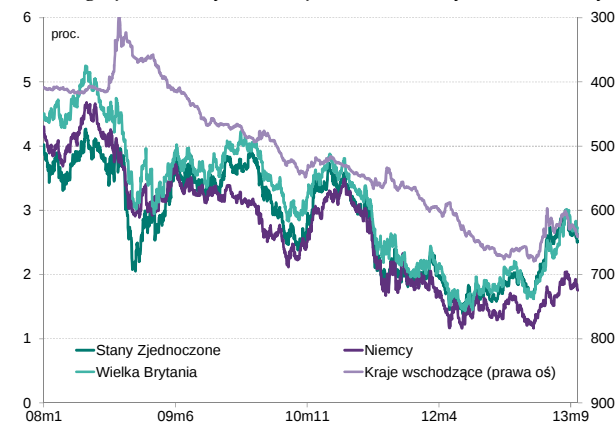
1. Otoczenie polskiej gospodarki

utrzymania ekspansywnej polityki pieniężnej przez EBC przez dłuższy okres.

Wrześniowa decyzja Fed o niezmnieszeniu skali łagodzenia ilościowego spowodowała jednak wyhamowanie wzrostu rentowności obligacji skarbowych i wzrost indeksów giełdowych na świecie. Ponadto, w kierunku wyższych cen aktywów na rynkach światowych oddziaływały publikacje danych wskazujących na poprawę koniunktury w gospodarce światowej. W październiku wzrost niepewności związany z negocjacjami w sprawie podwyższenia limitu zadłużenia w Stanach Zjednoczonych przyczynił się do pewnego obniżenia cen aktywów na świecie. Po osiągnięciu porozumienia ceny aktywów ponownie wzrosły (Wykres 1.15, Wykres 1.16).

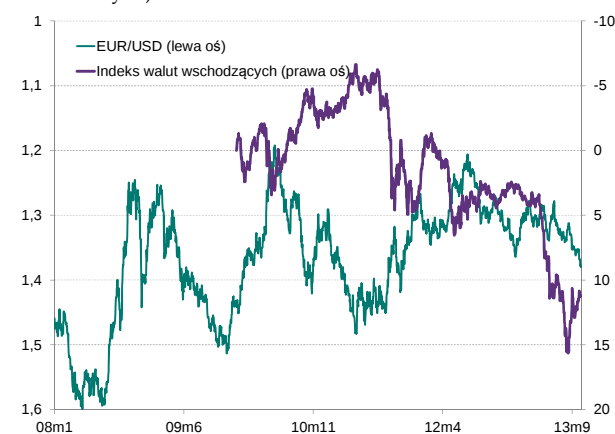
Oczekiwanie na zmniejszenie skali łagodzenia ilościowego przez Fed, a także niższy niż w poprzednich latach wzrost gospodarczy w krajach wschodzących i małych otwartych gospodarkach rozwiniętych (np. w Australii i Norwegii), znalazły odzwierciedlenie w dalszym osłabieniu kursu ich walut. W celu zahamowania skali deprecjacji kursu walutowego niektóre banki centralne podwyższyły stopy procentowe lub interweniowały na rynku walutowym. Jednak ze względu na niską dynamikę aktywności gospodarczej, większość banków centralnych gospodarek wschodzących utrzymała stopy procentowe na niskim poziomie, a niektóre nadal je obniżały. We wrześniu, po niezmnieszeniu przez Fed skali luzowania ilościowego, kapitał ponownie napłynął na rynki wschodzące, a kursy ich walut się umocniły, co zostało przejściowo zakłócone przez wzrost niepewności dotyczącej podniesienia limitu zadłużenia rządu Stanów Zjednoczonych (Wykres 1.17).

Wykres 1.16 Rentowności 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych, w Niemczech i w Wielkiej Brytanii oraz indeks cen obligacji skarbowych w krajach wschodzących (odwrocony)



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.17 Kurs euro i walut wschodzących względem dolara amerykańskiego (wzrost oznacza aprecjację walut kwotowanych)



Źródło: Dane Bloomberg.

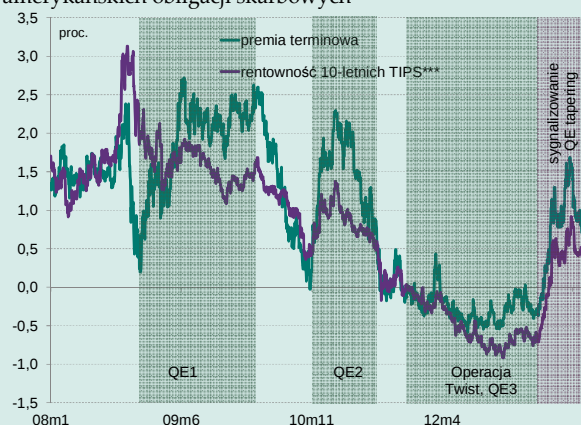
Uwagi: Indeks walut gospodarek wschodzących obejmuje waluty następujących krajów: Argentyna, Brazylia, Chile, Kolumbia, Meksyk, Peru, Korea, Tajlandia, Indonezja, Filipiny, RPA, Rosja, Izrael, Turcja.

Ramka 1: Wpływ komunikacji dotyczącej zakończenia programów luzowania ilościowego przez Fed na wycenę aktywów finansowych

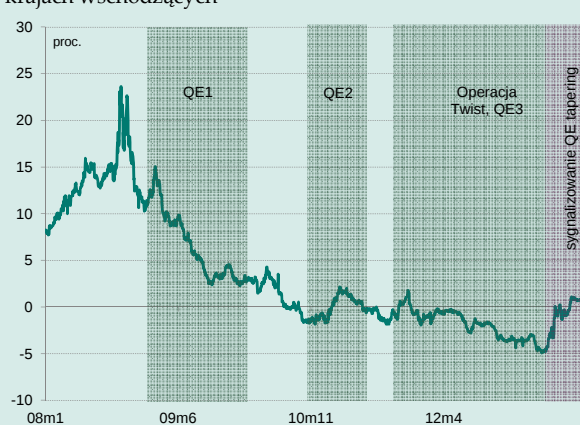
Skup aktywów w ramach luzowania ilościowego polityki pieniężnej (ang. *quantitative easing*, QE) jest prowadzony przez Rezerwę Federalną (Fed) od początku 2009 r., w ramach czterech programów. Mechanizm wszystkich programów QE polegał na zamianie amerykańskich papierów dłużnych o dłuższym terminie zapadalności (MBS i obligacje skarbowe) na aktywa o krótszym lub zerowym terminie zapadalności (tj. na pieniądź rezerwową). Zakupy obligacji skarbowych poprzez zmianę relatywnej podaży papierów w poszczególnych segmentach rynku, a także spadek ryzyka strat bilansowych związanych z posiadaniem obligacji przyczyniły się do zmniejszenia całkowitego ryzyka stopy procentowej na rynku amerykańskim. W konsekwencji, znacznie obniżyła się premia terminowa, która kompensuje inwestorom ponoszenie ryzyka stopy procentowej zawartego w papierach o dłuższych terminach zapadalności (Wykres R.1.1)⁸.

Silne zmniejszenie się premii terminowej i spadek rentowności amerykańskich papierów skarbowych wyzwoliły proces dostosowania relatywnych cen aktywów na świecie. W rezultacie premia za ryzyko zawarta w stopach zwrotu bardziej ryzykownych aktywów również się obniżyła. Dotyczyło to w szczególności aktywów rynków wschodzących. W okresie funkcjonowania QE gospodarki wschodzące doświadczyły silnego napływu kapitału, zwłaszcza na rynek obligacji skarbowych. Równocześnie, premia terminowa na tych rynkach także się wyraźnie obniżyła (Wykres R.1.2). Jednocześnie, silny napływ kapitału na rynki wschodzące przyczynił się do wzrostu cen akcji oraz do aprecjacji niektórych walut (Wykres R.1.3)⁹.

Wykres R.1.1 Premia terminowa* i rentowności realne dla amerykańskich obligacji skarbowych



Wykres R.1.2 Premia terminowa* dla obligacji skarbowych w krajach wschodzących**



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

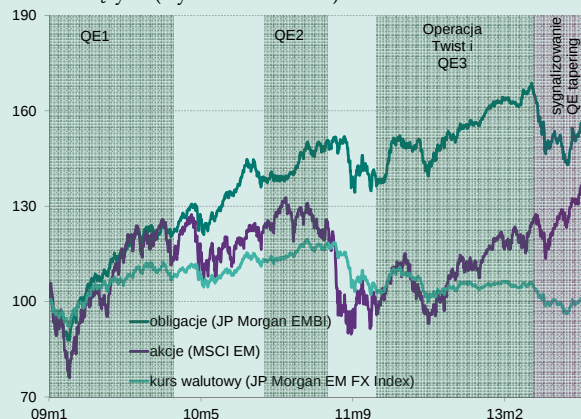
*Premia terminowa została oszacowana metodą Cochrane'a i Piazzesi (2005). **Średnia ważona (wielkością rynku) dla Brazylii, Meksyku, Polski, Turcji, Indonezji i Malezji.

*** TIPS (ang. *Treasury Inflation-Protected Securities*) – amerykańskie obligacje skarbowe indeksowane inflacją (rentowności realne).

⁸ W literaturze wymienia się trzy podstawowe kanały wpływu QE: (i) kanał oczekiwania, w ramach którego skala zakupów aktywów może ujawnić dodatkowe informacje dotyczące nastawienia polityki pieniężnej, a przez to wpłynąć na ścieżkę oczekiwanych stóp krótkoterminowych i całą krzywą dochodowości; (ii) kanał preferowanych habitatów, zgodnie z którym zakupy aktywów zmieniają relatywną podaż papierów w poszczególnych segmentach krzywej dochodowości powodując odchylenia cen od poziomów implikowanych na podstawie oczekiwanej ścieżki stóp krótkoterminowych; (iii) kanał ryzyka stopy procentowej, który przewiduje, że zakupy aktywów zmniejszają ryzyko stopy procentowej na rynku, powodując spadek uwzględnionej w ich cenach premii terminowej.

⁹ Ogólna skala aprecjacji walut rynków wschodzących była relatywnie niewielka w porównaniu do wzrostu cen aktywów m.in. z uwagi na działania banków centralnych zmierzające do jej ograniczenia, sztywne reżimy kursowe w części krajów wschodzących i spowolnienie wzrostu gospodarczego w wielu z tych krajów.

Wykres R.1.3 Ceny aktywów finansowych w krajach wschodzących (styczeń 2009 = 100)



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Jednak silne zmiany ceny aktywów związane z QE, szczególnie w gospodarkach wschodzących, nie zawsze odzwierciedlały fundamenty makroekonomiczne tych gospodarek, co wzbudzało pewne obawy o konsekwencje wycofania się Fed z działań niekonwencjonalnych. Tym bardziej, że inaczej niż to miało miejsce w przypadku trzech pierwszych epizodów łagodzenia ilościowego (QE1, QE2, *Operation Twist*) konstrukcja obecnie realizowanego programu (QE3) nie ma ustalonej docelowej wielkości ani terminu i znane są tylko miesięczne kwoty zakupu aktywów (85 mld USD; por. *Ramka 2* Luzowanie ilościowe polityki pieniężnej przez główne banki centralne, *Raport o Inflacji – marzec 2012*, *Ramka 2* Programy płynnościowe głównych banków centralnych, *Raport o Inflacji – listopad 2012*).

W momencie ogłoszenia QE3 podano jedynie, że termin zakończenia programu będzie zależny od poprawy wskaźników makroekonomicznych w Stanach Zjednoczonych.

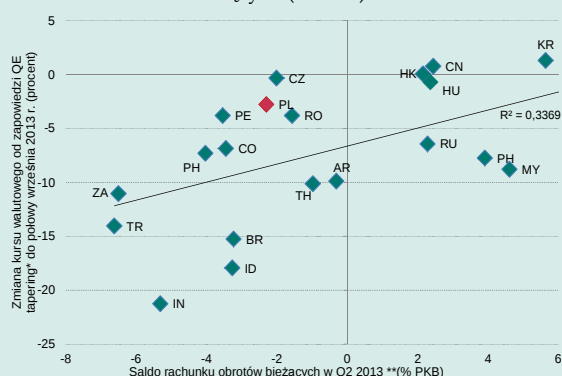
W reakcji na stopniową poprawę sytuacji makroekonomicznej w Stanach Zjednoczonych, od maja 2013 r. Fed sygnalizował możliwość zmniejszenia miesięcznej skali zakupu aktywów (tzw. *QE tapering*), a na kolejnych konferencjach prezes Fed B. Bernanke sugerował, że *QE tapering* może rozpocząć się jeszcze w tym roku¹⁰. Wobec napływających lepszych od oczekiwań danych z gospodarki amerykańskiej, uczestnicy rynku uznali, że zmniejszenie skali zakupu aktywów może nastąpić już we wrześniu 2013 r., co zostało uwzględnienie w wycenie aktywów i doprowadziło do gwałtownego odwrócenia tendencji obserwowanych w trakcie funkcjonowania programów luzowania ilościowego.

Wzrost premii terminowej zawartej w amerykańskich obligacjach skarbowych przełożył się na wzrost realnych długoterminowych stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych – przy relatywnie niewielkich zmianach oczekiwań na podwyżki krótkoterminowych stóp procentowych – i dostosowanie premii za ryzyko w innych aktywach¹¹. Globalne dostosowanie premii za ryzyko doprowadziło z kolei do spadków cen aktywów i odpływu kapitału z niektórych rynków, szczególnie tych postrzeganych jako bardziej ryzykowne, i przyczyniło się do deprecjacji kursów walut wielu krajów wschodzących. Jednocześnie jednak skala wpływu zmiany wyceny ryzyka na rynkach światowych na ceny aktywów w gospodarkach wschodzących była wyraźnie zależna od czynników właściwych dla danego kraju. W szczególności zmiana kursu walutowego zależała częściowo od wysokości deficytu na rachunku obrotów bieżących (Wykres R.1.4). Ponadto, wydaje się, że dostosowanie cen aktywów było najsilniejsze w przypadku tych krajów, w których ceny aktywów wzrosły najbardziej w trakcie trwania programów QE (Wykres R.1.5).

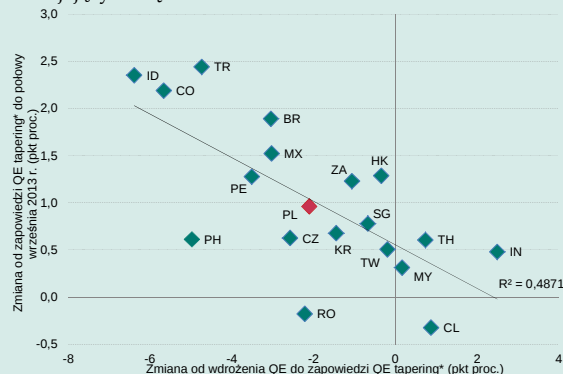
¹⁰ Ta zapowiedź była związana ze zbliżaniem się stopy bezrobocia w Stanach Zjednoczonych do 7%, które zostało określone przez prezesa B. Bernanke na konferencji jako próg zakończenia programu luzowania ilościowego. W komunikacji Fed kładziono jednak nacisk na to, że spowolnienie skali zakupów aktywów, a następnie ich całkowite zakończenie nie jest równoznaczne z rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp procentowych, których termin wciąż pozostaje odległy. Zgodnie z zapowiedziami Fed do pierwszych podwyżek stóp procentowych miałyby dojść wówczas, gdy stopa bezrobocia spadnie poniżej 6,5%, co – według ścieżki centralnej prognoz FOMC – może nastąpić najwcześniej w połowie 2014 r.

¹¹ O tym, że sygnały dotyczące *QE tapering* były głównym czynnikiem spadku cen aktywów na świecie, świadczy wzrost współczynnika korelacji pomiędzy premią za ryzyko rentowności obligacji skarbowych krajów wschodzących a premią terminową obligacji amerykańskich z 62% w okresie od stycznia 2009 r. do końca kwietnia 2013 r. do 96% w okresie od maja 2013 r. do końca sierpnia 2013 r.

Wykres R.1.4 Skala deprecjacji walut rynków wschodzących od zapowiedzi QE tapering* na tle salda na rachunku obrotów bieżących (% PKB)



Wykres R.1.5 Wpływ funkcjonowania QE na rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w wybranych krajach rozwijających się



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg i danych własnych.

*Tj. od pierwszych zapowiedzi QE tapering na konferencji po posiedzeniu FOMC 1 maja 2013 r.

**Dla Peru, Węgier i Filipin dane za Q1 2013.

We wrześniu, wbrew oczekiwaniom uczestników rynku, Fed nie rozpoczął QE tapering, sygnalizując, że dostosowania cen aktywów były zbyt duże i zbyt gwałtowne w relacji do planowanego zmniejszenia skali łagodzenia ilościowego. Wzrost premii terminowej i rentowności amerykańskich papierów wartościowych przełożył się bowiem na wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych (od maja 2013 r. do połowy września 2013 r. o ponad 100 pb) i zacieśnienie warunków monetarnych w gospodarce amerykańskiej, co – w ocenie Fed – mogło osłabiać ożywienie gospodarcze. Po wrześniowym posiedzeniu Fed zasugerował, że wyhamowanie zakupu aktywów nastąpi dopiero wówczas, gdy ożywienie będzie na tyle trwałe (ang. *sustained*), aby ewentualne zacieśnienie warunków monetarnych nie spowodowało jego osłabienia. Zaskoczenie, jakim dla uczestników rynku był brak rozpoczęcia QE tapering, doprowadziło do przejściowego wzrostu cen bardziej ryzykownych aktywów. Ponieważ jednak premia terminowa znajduje się nadal poniżej poziomu obserwowanego po wycofaniu się Fed z wcześniejszych programów łagodzenia ilościowego, nie należy wykluczać dalszej normalizacji cen aktywów w kolejnych miesiącach. Podobnie jak dotychczas, skala i tempo tych dostosowań na rynkach finansowych będą zależały przede wszystkim od przewidywanych działań Fed i ich komunikacji, a w poszczególnych gospodarkach także od czynników lokalnych.

Bibliografia

Cochrane, John H. i Monika Piazzesi (2005), *Bond Risk Premia*, American Economic Review, vol. 95 no. 1.

Cahill, Michael E., Stefania D'Amico, Canlin Li i John S. Sears (2013), *Duration Risk versus Local Supply Channel in Treasury Yields: Evidence from the Federal Reserve's Asset Purchase Announcements*, Prezentacja na konferencji EBC Non-standard monetary policy measures, 17 czerwca 2013.

D'Amico, Stefania, William English, David Lopez-Salido i Edward Nelson (2012), *The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects*, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series: 2012-85.

Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache i Brian Sack (2011), *Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?*, FRBNY Economic Policy Review, maj.

1.4 Światowe rynki surowców

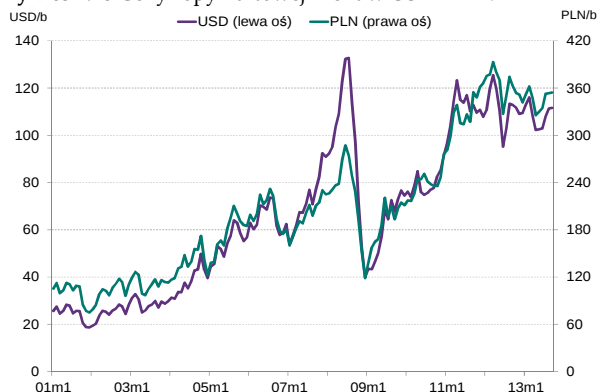
W ostatnich miesiącach ceny ropy naftowej na rynkach światowych wzrosły, natomiast ceny większości pozostałych surowców się obniżyły.

Wzrost cen ropy, który nastąpił po ich spadku na początku roku, wynikał przede wszystkim ze zmniejszenia jej produkcji przez kraje OPEC (głównie Libię) oraz nasilenia się obaw o możliwe zakłócenia w dostawach w związku z napiętą sytuacją polityczną w Egipcie i Syrii (Wykres 1.18). W kierunku wzrostu cen ropy oddziaływało również pewne ożywienie aktywności w gospodarkach rozwiniętych, w tym zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. We wrześniu, wraz z pewnym uspokojeniem sytuacji politycznej w Syrii, ceny ropy naftowej się obniżały, choć pozostały wyższe niż średnio w lipcu i sierpniu br.

Ceny węgla i gazu w lipcu br. obniżały się, natomiast w kolejnych miesiącach pozostały stabilne (Wykres 1.19)¹².

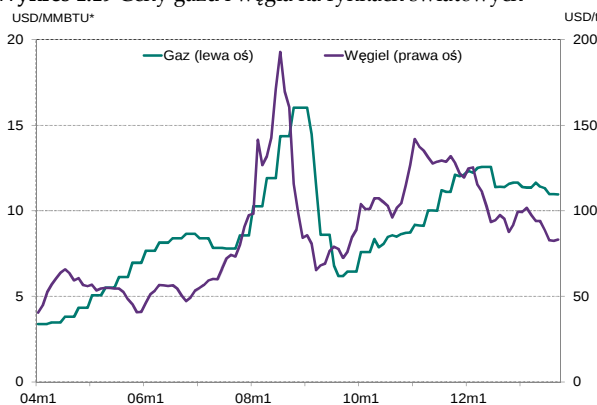
Ceny żywności na rynkach światowych obniżyły się w ostatnich miesiącach, do czego w istotnej mierze przyczyniły się korzystne warunki agrometeorologiczne i związane z nimi udane zbiory niektórych podstawowych produktów rolnych (Wykres 1.20). Z kolei w kierunku wzrostu indeksu cen surowców rolnych przez większość analizowanego okresu oddziaływał przede wszystkim wzrost cen mięsa¹³.

Wykres 1.18 Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 1.19 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 1.20 Indeks cen surowców rolnych (ICSR) w EUR (maj 2010=100)*



Źródło: Dane Bloomberg, Reuters, obliczenia NBP.

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

¹² 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.

¹³ Wzrost cen mięsa wynikał ze wzrostu kosztów produkcji (związanego z wyższymi cenami pasz).

2 Gospodarka krajowa

2.1 Procesy inflacyjne

2.1.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

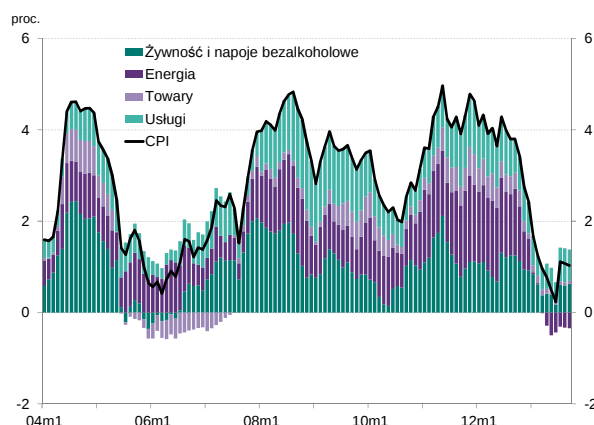
Od czerwca 2012 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce systematycznie się obniżała, osiągając w czerwcu 2013 r. 0,2%. W kolejnych miesiącach wzrosła (do 1,0% we wrześniu br.), pozostając jednak poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (Wykres 2.1, Tabela 2.1).

Wzrost inflacji w ostatnich miesiącach (wobec czerwca) wynikał przede wszystkim z przyspieszenia dynamiki cen żywności nieprzetworzonej, w tym głównie warzyw. Było to związane z niekorzystnymi warunkami atmosferycznymi (przedłużającą się zimą i w rezultacie krótszym okresem wegetacji), które przyczyniły się do zmniejszenia krajowej podaży warzyw¹⁴. Wzrost inflacji był także efektem zmiany wzorca sezonowości cen warzyw uwzględnianego przez GUS w obliczaniu wskaźnika cen konsumpcyjnych. Podwyższenie inflacji wynikało również z oddziaływania czynnika o charakterze regulacyjnym, tj. znacznego wzrostu opłat za wywóz nieczystości (por. rozdz. 2.1.2. *Inflacja bazowa*).

Jednocześnie inflacja była ograniczana, choć w coraz mniejszym stopniu, przez ujemną dynamikę cen energii, na którąłożyły się ujemna dynamika cen paliw, a także administrowanych cen gazu ziemnego (po obniżce w styczniu br.) i energii elektrycznej (po obniżce w lipcu br.).

Niskiej inflacji sprzyjało też utrzymywanie się niskiej dynamiki cen żywności przetworzonej oraz towarów nieżywnościowych. Było ono związane z

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

	2013								
	sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	sie	wrz
CPI (%)	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0
Żywność i napoje (pkt proc.)	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4	0,2	0,6	0,6	0,6
Energia (pkt proc.)	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Towary (pkt proc.)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Usługi (pkt proc.)	0,6	0,4	0,5	0,6	0,5	0,4	0,7	0,7	0,7

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.

¹⁴ Dodatkowym następstwem przedłużającej się zimy było przeniesienie części produkcji warzyw do szklarni, co zwiększyło koszty ich produkcji.

nadal słabą presją popytową i kosztową w gospodarce, na co wskazuje niska dynamika spożycia indywidualnego i płac oraz utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu (por. rozdz. 2.2.1. *Popyt konsumpcyjny*, 2.4 *Rynek pracy* i 2.1.3. *Ceny produkcji sprzedanej przemysłu*).

2.1.2 Inflacja bazowa

Od publikacji poprzedniego *Raportu* miary inflacji bazowej wzrosły, choć pozostały na niskim poziomie (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii wzrósł z 1,0% w maju br. do 1,3% we wrześniu br.

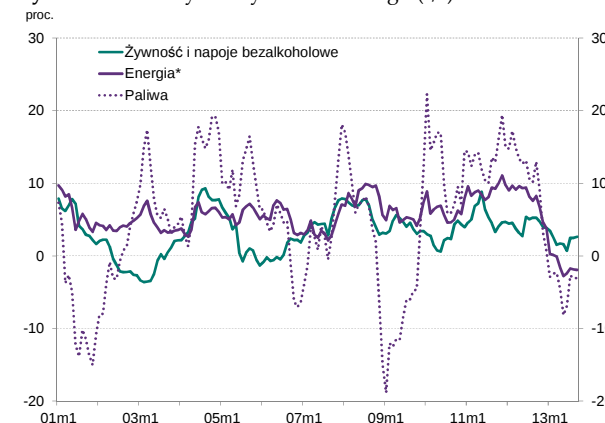
Wzrost inflacji bazowej w ostatnich miesiącach wynikał głównie ze wzrostu cen usług, w tym przede wszystkim administrowanych cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania. Ich wzrost był w całości efektem znacznego podniesienia opłat za wywóz nieczystości w związku z wejściem w życie w lipcu br. ustawy zmieniającej sposób zarządzania odpadami komunalnymi (Wykres 2.5). Jednocześnie dynamika cen towarów nieżywnościowych nadal się obniżala, czemu sprzyjała niska presja popytowa.

2.1.3 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

W III kw. br. dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) była wciąż ujemna (wyniosła -1,1% r/r wobec -2,0% r/r w II kw. br.), co wskazuje na niską presję kosztową w gospodarce (Wykres 2.6). Pewien wzrost dynamiki wskaźnika PPI w III kw. wynikał głównie z wyhamowania spadku cen surowców energetycznych na rynkach światowych i wyhamowania aprecjacji złotego w ujęciu rocznym.

Roczna dynamika cen producenta na rynku krajowym wzrosła w okresie lipiec-sierpień br. średnio do -1,2% (wobec -1,8% w II kw. br.), a na rynku dóbr eksportowanych do -0,8% (wobec -2,5% w II kw. br.). Silniejszy wzrost dynamiki cen

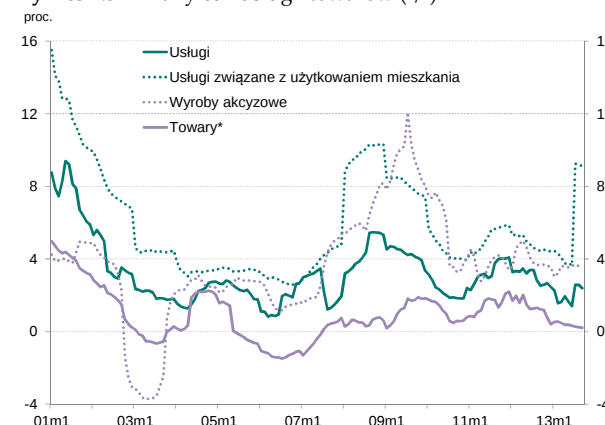
Wykres 2.2 Zmiany cen żywności i energii (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*Kategoria energia obejmuje nośniki energii (energia elektryczna, gaz, ciepło, opał) oraz paliwa silnikowe (do prywatnych środków transportu).

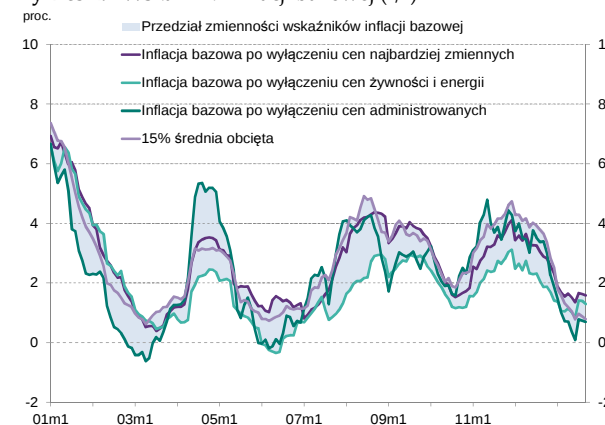
Wykres 2.3 Zmiany cen usług i towarów (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*Kategoria towary nie obejmuje żywności i napojów bezalkoholowych oraz energii.

Wykres 2.4 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

w sektorze eksportowym wynikał z jego większej importochłonności, a tym samym większej wrażliwości cen na zmianę kursu złotego.

2.1.4 Ceny importu

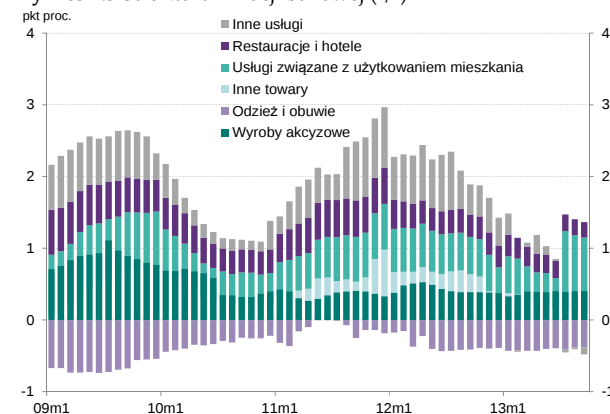
Ceny towarów importowanych wyrażone w złotych obniżyły się w II kw. br. o 1,5% r/r (wobec spadku o 1,9% w I kw. br., Wykres 2.7). Utrzymanie się spadku cen importu było nadal efektem silniejszego niż rok wcześniej kursu złotego oraz niskiej dynamiki cen w handlu światowym.

2.1.5 Oczekiwania inflacyjne

W ostatnich miesiącach oczekiwania analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy pozostawały zbliżone do celu inflacyjnego, kształtując się w październiku br. na poziomie 2,2% r/r (Wykres 2.8). Ich prognozy inflacji średniorocznej w 2014 r., po nieznacznym obniżeniu się (do 1,8% w sierpniu br.), wróciły w październiku br. do poziomu z czerwca br., tj. 2,1%. Z kolei prognozy inflacji średniorocznej w 2015 r. utrzymują się od kwietnia br. na poziomie 2,6%.

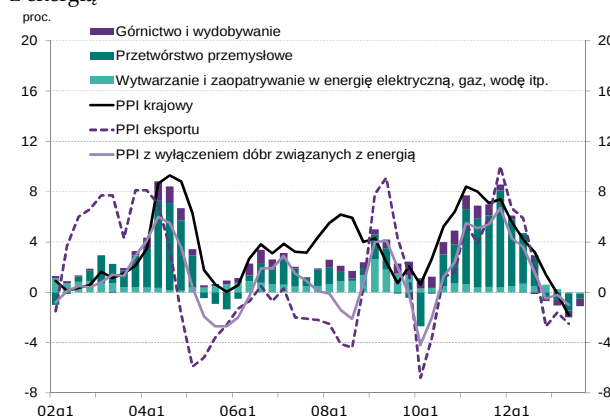
Na podobne oczekiwania dotyczące inflacji średniorocznej w latach 2013-2015 wskazują też wyniki Ankiety Makroekonomicznej NBP z września br.¹⁵ Mediana probabilistycznej prognozy zagregowanej na 2014 r. wynosi 2,1%, a na 2015 r. 2,5%¹⁶. Prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale odchył od celu inflacyjnego, tj. 1,5%-3,5%, w 2013 r. i 2015 r. praktycznie nie zmieniło się w porównaniu z wynikami ankiety z czerwca br. i wynosi odpowiednio 11% i 73%¹⁷. Natomiast w 2014 r.

Wykres 2.5 Struktura inflacji bazowej (r/r)



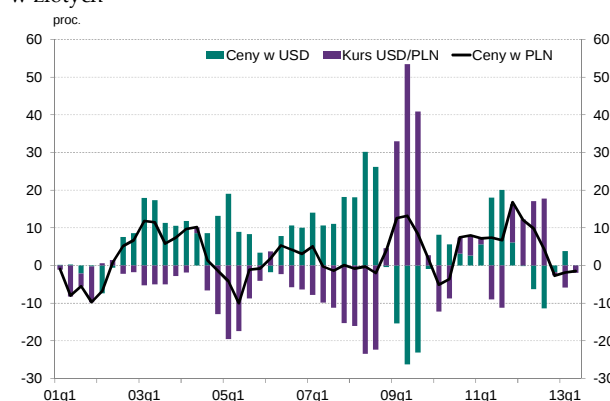
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.6 Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu oraz z wył. dóbr związanych z energią



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.7 Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych



Źródło: Dane GUS i CPB, obliczenia NBP.

¹⁵ 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>

¹⁶ Mediana probabilistycznej prognozy zagregowanej powstaje w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych ankietowanych ekspertów.

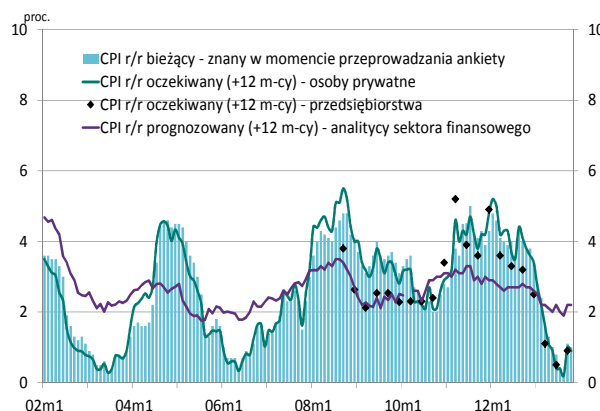
¹⁷ Wobec odpowiednio 12% i 70% w rundzie czerwcowej.

prawdopodobieństwo pozostawania inflacji w tym przedziale wzrosło do 80% (wobec 68% w rundzie czerwcowej; Tabela 2.2).

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy, które w II kw. br. obniżyły się do najniższego poziomu w historii badania, tj. 0,5%, w III kw. br. wzrosły do 0,9%. Wzrost oczekiwań inflacyjnych wynikał zarówno ze zmiany bieżącej inflacji znanej przedsiębiorstwom w momencie przeprowadzania badania, jak i ze zmiany struktury ich odpowiedzi na pytanie ankietowe¹⁸.

Po znaczącym spadku oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych (z 0,9% w maju do 0,2% w sierpniu br.), w październiku br. oczekiwania te wzrosły do 0,9%. Zarówno początkowy spadek oczekiwań, jak i późniejszy ich wzrost były wyłącznie efektem zmian bieżącej inflacji znanej osobom ankietowanym podczas przeprowadzania badania.

Wykres 2.8 Oczekiwania inflacyjne osób prywatnych i przedsiębiorstw oraz prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego



Źródło: Dane Ipsos, Reuters, GUS, NBP.

Dla osób prywatnych 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%
2013	1,1	1,0-1,2	0,6-2,5	11%
2014	2,1	1,7-2,6	0,5-3,5	80%
2015	2,5	2,0-3,1	0,7-4,5	73%

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z września 2013 r.

Ramka 2: Lepkie ceny – konsekwencje makroekonomiczne oraz wyniki badań dla Polski

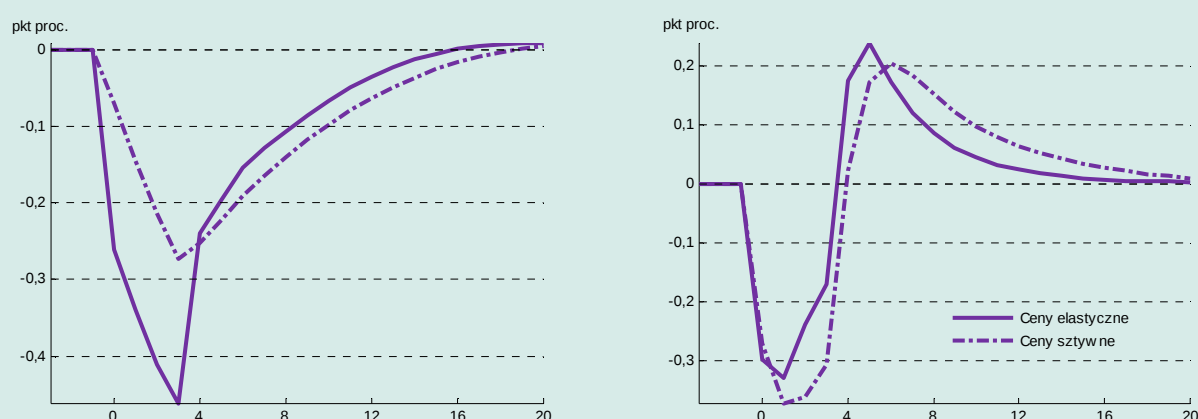
Sztywności cenowe odgrywają kluczową rolę w tłumaczeniu przebiegu cyklu koniunkturalnego oraz wpływu polityki pieniężnej na gospodarkę. W literaturze naukowej zidentyfikowano kilka przyczyn sztywności cenowych (patrz np. Fabiani i in., 2006, Blinder i in., 1998). Spośród wielu teorii wskazujących na możliwe przyczyny powstrzymywania się cenotwórców od zmian cen, badania empiryczne wskazują na cztery najważniejsze: (1) obawę, że konkurenci nie podniosą ceny; (2) formalne umowy z klientami gwarantujące stałość ceny; (3) nieformalne umowy mające na celu budowę relacji z klientami oraz (4) ceny oparte na kosztach (ceny nie zmieniają się, póki nie zmieniają się koszty). Jankiewicz i Kołodziejczyk (2008) pokazują, że również w polskiej gospodarce powyższe przyczyny lepkości cen są najczęściej wskazywane przez przedsiębiorców.

Aby lepiej zrozumieć rolę sztywności cenowych w kształtowaniu cyklu koniunkturalnego oraz mechanizmu transmisji polityki pieniężnej należy wyobrazić sobie problem, przed jakim staje przedsiębiorca obserwujący spadek popytu na swój produkt. Może on albo zmniejszyć produkcję, albo obniżyć cenę (zwiększając w ten sposób popyt). Im bardziej lepkie są ceny, w tym większym stopniu zmiany popytu będą przekładały się na zmiany produkcji. Wpływ lepkości cen na skuteczność polityki pieniężnej można pokazać wykorzystując model równowagi ogólnej SOE^{PL} wyestymowany na danych polskich (Grabek i Kłos, 2013). Warto dodać, że pokazując poniżej znaczenie sztywności cenowych, pozostałe sztywności (takie jak np. lepkość płac czy kosztów

¹⁸ Pytanie ankietowe adresowane do przedsiębiorstw jest formułowane w odniesieniu do bieżącej inflacji. W ostatnim badaniu brzmiało ono następująco: „W lipcu br. CPI (inflacja) wyniósł 1,1% w relacji rocznej. Zdaniem przedsiębiorstwa w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny: (1) będą rosły szybciej niż dotychczas, (2) będą rosły w tym samym tempie, (3) będą rosły wolniej, (4) pozostaną bez zmian, (5) spadną, (6) nie wiem”.

dostosowania inwestycji) pozostawiono na takim poziomie, na jakim zostały wyestymowane. Na Wykresie R.2.1 pokazana została reakcja inflacji i PKB na wzrost stopy procentowej banku centralnego o 0,5 pkt proc. w przypadku sztywnych cen (ceny zmieniają się co 5 kwartałów, linia przerywana) i doskonale elastycznych cen (ceny mogą się swobodnie kształtować z okresu na okres, linia ciągła). W przypadku cen sztywnych reakcja PKB na impuls polityki pieniężnej jest silniejsza, zaś inflacji słabsza niż w przypadku cen elastycznych. Równocześnie, reakcja zarówno PKB, jak i inflacji, trwa dłużej, kiedy ceny są sztywne. Zjawisko to można wytłumaczyć w następujący sposób. Wzrost stopy procentowej powoduje spadek popytu, a szybka obniżka cen może zmniejszyć skalę spadku sprzedaży (i, co za tym idzie, produkcji).

Wykres R.2.1 Wpływ obniżenia stóp procentowych banku centralnego na inflację (lewy wykres) i PKB (prawy wykres).



Źródło: Model SOE^{PL} opisany w Grabek i Kłos (2013).

Ekonomiści Narodowego Banku Polskiego Paweł Macias i Krzysztof Makarski przeprowadzili szczegółowe badanie poświęcone sztywności cen konsumenta w Polsce (Macias i Makarski, 2013). Zidentyfikowali oni następujące, kluczowe z punktu widzenia kształtowania cyklu koniunkturalnego oraz wpływu polityki pieniężnej na gospodarkę, cechy mechanizmu kształtowania się cen:

- Ceny konsumenta w polskiej gospodarce zmieniają się stosunkowo rzadko. Średnio miesięcznie zmienianych jest 18,8% cen, co oznacza, że średni implikowany czas trwania ceny wynosi 10,9 miesiąca. Dla porównania, badanie przeprowadzone w ramach programu Europejskiego Banku Centralnego – Inflation Persistence Network (IPN) (patrz Dhyne i in., 2006) wskazuje, że w ciągu miesiąca 15,3% cen w strefie euro ulega zmianie (średni implikowany czas trwania ceny wynosi 13 miesięcy). Natomiast Bils i Klenow (2004) pokazują, że w Stanach Zjednoczonych w każdym miesiącu zmienianych jest 26,1% cen (średni implikowany czas trwania ceny wynosi 6,7 miesiąca). Oznacza to, że ceny w Polsce są bardziej elastyczne niż w strefie euro i bardziej lepkie niż w USA. Zatem z tytułu sztywności cenowych wpływ polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego na inflację jest większy, a zmiana PKB oraz opóźnienia w reakcji inflacji na impuls polityki pieniężnej są mniejsze niż w strefie euro. Jednocześnie kontrola inflacji jest trudniejsza, a wpływ na PKB oraz opóźnienie w reakcji inflacji na zmiany stóp procentowych są większe niż w Stanach Zjednoczonych.
- Elastyczność cen charakteryzuje znaczne zróżnicowanie pomiędzy sektorami gospodarki. Ceny usług zmieniają się bardzo rzadko (tylko 6,6% cen usług zmienia się miesięcznie), natomiast najczęściej zmieniają się ceny żywności nieprzetworzonej oraz energii (odpowiednio 39,2% i 25,8%). Pomiedzy nimi znajdują się ceny żywności przetworzonej oraz towary (odpowiednio 20% i 15,1%). Zróżnicowanie lepkości cen pomiędzy sektorami gospodarki będzie się przekładać na mechanizm transmisji polityki pieniężnej, a jej skutki będą różne w różnych sektorach. Np. reakcja wielkości produkcji w przypadku usług po szoku polityki pieniężnej będzie większa niż w przypadku żywności nieprzetworzonej. Jednocześnie ceny usług zmieniają się w mniejszym stopniu oraz z większym opóźnieniem niż ceny żywności nieprzetworzonej.
- Nie obserwuje się asymetrii pomiędzy sztywnością cen w górę i w dół. Aż 40% zmian cen stanowiły ich spadki (pewnym wyjątkiem są usługi, w przypadku których 30% zmian cen to spadki). Oznacza to, że obniżki cen były częste (biorąc pod uwagę, że w badanym okresie średnia inflacja była dodatnia – wynosiła

2,7%). Liczba ta jest zbliżona zarówno do tej w strefie euro, która – jak pokazują Dhyne i in. (2005) – wynosi 42%, jak i do tej w USA, gdzie – jak raportują Klenow i Kryvtsov (2008) – 45% zmian cen to obniżki. Fakt ten jest dość istotny z punktu widzenia polityki pieniężnej, ponieważ oznacza, że sztywności cenowe nie generują asymetrii mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

Podsumowując, badanie dotyczące cen konsumenta w Polsce zidentyfikowało następujące istotne właściwości procesu ustalania cen: ceny zmieniają się stosunkowo rzadko, lepkość cen jest zróżnicowana pomiędzy sektorami gospodarki oraz nie występuje asymetria pomiędzy sztywnością cen w górę i w dół. Wpływ polityki pieniężnej na sferę realną gospodarki – z tytułu sztywności cenowych – jest w Polsce większy niż w Stanach Zjednoczonych, a mniejszy niż w strefie euro. Równocześnie wpływ ten jest zróżnicowany pomiędzy sektorami gospodarki. Ponadto sztywności cenowe nie powodują asymetrii mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

Bibliografia:

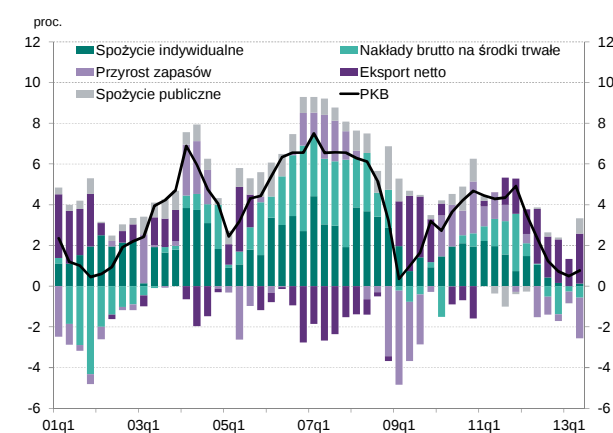
- Bils, Mark i Peter J. Klenow (2004), *Some evidence on the importance of sticky prices*, Journal of Political Economy 112 (5), 947-985.
- Blinder Alan. S., Canetti Elie David E. Lebow i Jeremy B. Rudd (1998), *Asking about prices: A new approach to understanding price stickiness*, Russell Sage Foundation, New York.
- Dhyne, Emmanuel, Luis J. Álvarez, Hervé Le Bihan, Giovanni Veronese, Daniel Dias, Johannes Homann, Nicole Jonker, Patrick Lünemann, Fabio Rumler i Jouko Vilmunen (2006), *Price changes in the euro area and the united states: Some facts from individual consumer price data*, Journal of Economic Perspectives 20 (2), 171-192.
- Fabiani, Silvia, Martine Druant, Ignacio Hernando, Claudia Kwapił, Bettina Landau, Claire Loupias, Fernando Martins, Thomas Mathä, Roberto Sabbatini, Harald Stahl i Ad Stokman (2006), *What Firms' Surveys Tell Us about Price-Setting Behavior in the Euro Area*, International Journal of Central Banking, 2 (3), 3-47.
- Grabek, Grzegorz i Bohdan Kłos (2013), *Unemployment in the Estimated New Keynesian SoePL-2012 DSGE Model*, National Bank of Poland Working Papers 144.
- Jankiewicz, Zofia i Danuta Kołodziejczyk (2008), *Mechanizmy kształtowania cen w przedsiębiorstwach polskich na tle zachowań firm ze strefy euro*, Bank i Kredyt 39 (2), 19-42.
- Klenow, Peter J. i Benjamin A. Malin (2010), *Microeconomic evidence on price-setting*, w *Handbook of Monetary Economics*, red. Benjamin M. Friedman and Michael Woodford, tom 3 Handbook of Monetary Economics, rozdział 6, s. 231-284.
- Klenow, Peter J. i Oleksiy Kryvtsov (2008), *State-dependent or time-dependent pricing: Does it matter for recent U.S. inflation?*, The Quarterly Journal of Economics, 123 (3), s. 863-904.
- Macias, Paweł i Krzysztof Makarski (2013), *Stylizowane fakty o cenach konsumenta w Polsce*, Materiały i Studia NBP 268.

2.2 Popyt i produkcja

W II kw. br. wzrost gospodarczy w Polsce – po okresie silnego spowolnienia – nieznacznie przyspieszył. Roczne tempo wzrostu PKB wyniosło w omawianym okresie 0,8% (wobec 0,5% r/r w I kw. br.; Wykres 2.9, Tabela 2.3) i pozostało znacząco niższe od potencjalnego. Według szacunków NBP, w II kw. br. tempo wzrostu PKB przyspieszyło również w ujęciu kwartalnym i wyniosło 0,3% kw/kw (wobec 0,1% kw/kw w I kw. br.; dane po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

Przyspieszenie rocznego tempa wzrostu PKB w II kw. 2013 r. było wynikiem zwiększenia wkładu eksportu netto w porównaniu z I kw. br. Jednocześnie w kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływał spadek popytu krajowego, związany przede wszystkim z ujemnym wkładem zmiany

Wykres 2.9 Wzrost PKB wraz z jego strukturą



Źródło: Dane GUS.

zapasów i w mniejszym stopniu z dalszym spadkiem inwestycji. Z kolei spożycie prywatne i – w nieco większym stopniu – publiczne wniosły dodatni wkład do wzrostu PKB.

2.2.1 Popyt konsumpcyjny

W II kw. br. popyt konsumpcyjny wzrósł nieznacznie w ujęciu rocznym. Dynamika spożycia indywidualnego w II kw. br. pozostała jednak na niskim poziomie (0,2% r/r wobec zera w I kw. ub. r.; Wykres 2.10). Według szacunków NBP, spożycie indywidualne również w ujęciu kwartalnym wzrosło nieznacznie (o 0,1% kw/kw w II kw. br. wobec 0,0% w poprzednim kwartale; po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

Popyt konsumpcyjny w II i III kw. br. był ograniczany przez spadek zatrudnienia i utrzymującą się wysoką stopę bezrobocia (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*). Z kolei wzrostowi konsumpcji sprzyjało obniżenie się inflacji, które oddziaływało w kierunku wzrostu dynamiki realnych wynagrodzeń, poprawa nastrojów konsumenckich, a także złagodzenie kryteriów przyznawania kredytów konsumpcyjnych.

W III kw. dalej zwiększała się dynamika sprzedaży detalicznej – w szczególności w segmencie samochodów i motocykli – co może świadczyć o kontynuacji ożywienia popytu konsumpcyjnego¹⁹. Równocześnie wciąż poprawiały się także nastroje konsumentów i nadal rosła dynamika kredytów konsumpcyjnych (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądz*).

2.2.2 Popyt inwestycyjny

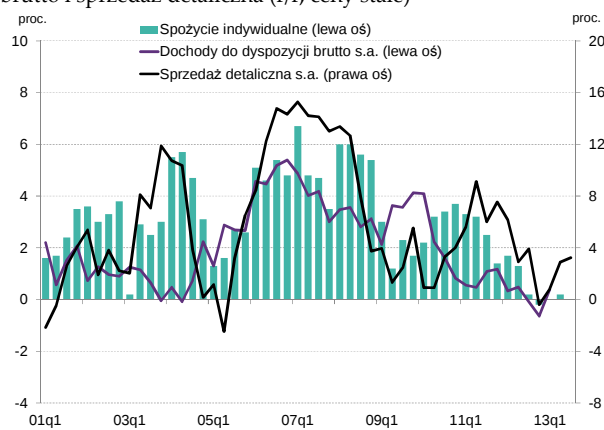
W ostatnim okresie popyt inwestycyjny pozostawał niski, a sygnały co do perspektyw kształtowania się inwestycji w kolejnych kwartałach nie były jednoznaczne.

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

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

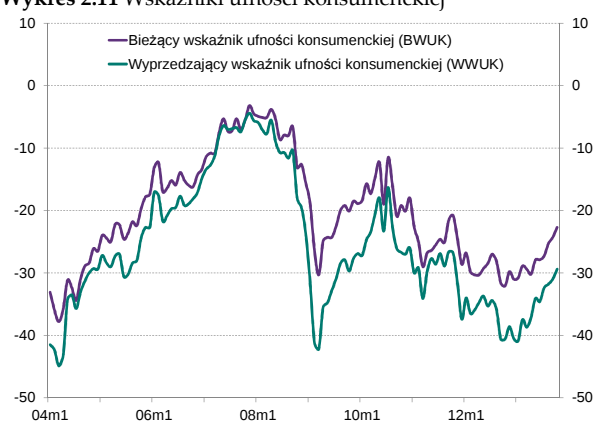
Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.10 Spożycie indywidualne, dochody do dyspozycji brutto i sprzedaż detaliczna (r/r, ceny stałe)



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

Wykres 2.11 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

¹⁹ 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.

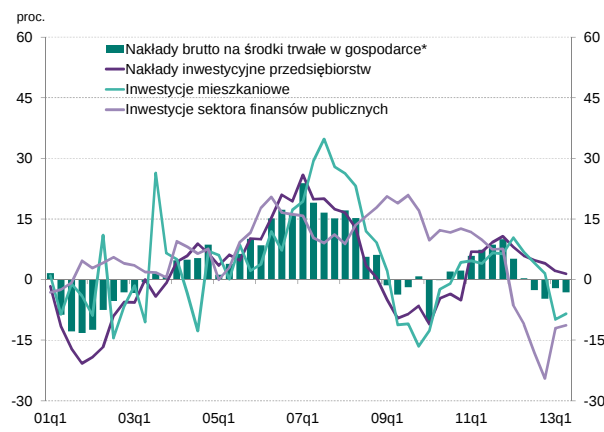
W II kw. 2013 r. spadek inwestycji w gospodarce się pogłębił. Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła -3,2% r/r wobec -2,1% r/r w I kw. 2013 r. Według szacunków NBP, także w ujęciu kwartalnym dynamika inwestycji istotnie się obniżyła (do -1,1% kw/kw w II kw. br. z 0,0% kw/kw w I kw. br.; dynamika po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

Według szacunków NBP, pogłębienie spadku inwestycji w gospodarce w II kw. 2013 r. było efektem obniżenia się dynamiki inwestycji przedsiębiorstw (Wykres 2.12)²⁰. Spadek dynamiki inwestycji przedsiębiorstw był prawdopodobnie związany z utrzymywaniem się relatywnie słabej koniunktury w I połowie roku i niepewności co do skali możliwego przyspieszenia popytu w kolejnych kwartałach. W rezultacie przedsiębiorstwa – pomimo niskiego poziomu krajowych stóp procentowych – wstrzymywały się z rozpoczynaniem nowych inwestycji.

Ponadto, w II kw. 2013 r. nadal silnie obniżały się inwestycje sektora finansów publicznych oraz inwestycje mieszkaniowe. Wciąż znaczące ograniczanie nakładów inwestycyjnych sektora publicznego było konsekwencją zakończenia w ubiegłym roku części dużych projektów infrastrukturalnych oraz kontynuacji zacieśnienia fiskalnego. Z kolei do spadku inwestycji mieszkaniowych mógł się przyczynić brak wyraźnej poprawy sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych.

Jednocześnie sygnały wskazujące na perspektywy kształtowania się aktywności inwestycyjnej firm w kolejnych kwartałach nie były jednoznaczne. Z jednej strony, od początku 2013 r. znacząco wzrosła

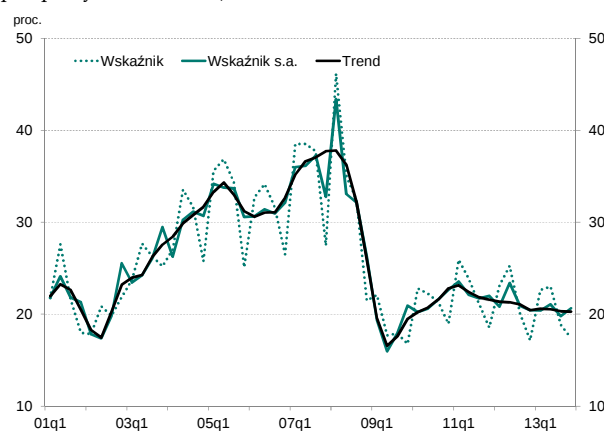
Wykres 2.12 Inwestycje w gospodarce (r/r, szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane)



Źródło: Szacunki NBP.

*Dane GUS (dane nieodsezonowane).

Wykres 2.13 Wskaźnik nowych inwestycji (odsetek przedsiębiorstw planujących rozpocząć nowe inwestycje w perspektywie kwartału)



Źródło: Badania koniunktury NBP.

²⁰ Wyniki badania GUS F-01/I-01 wskazywały natomiast na pewne ożywienie inwestycji firm w II kw. 2013 r., przy czym według sprawozdań F-01/I-01 przez poprzednie trzy kwartały inwestycje te spadały. Zgodnie z danymi GUS niewielki wzrost nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw w II kw. br. wynikał z silnego zwiększenia wydatków na środki transportu (najbardziej zmienną kategorię inwestycji). Udział przedsiębiorstw zwiększających inwestycje pozostał przy tym na niskim poziomie.

Różnice w tendencjach dotyczących inwestycji firm – obserwowane między danymi GUS, a szacunkami NBP bazującymi na danych z rachunków narodowych – mogą wynikać z kilku powodów. Przede wszystkim badanie GUS nie obejmuje wszystkich firm (w szczególności badanie to nie uwzględnia sektora przedsiębiorstw finansowych oraz firm zatrudniających poniżej 50 pracowników), podczas gdy szacunki NBP powinny odzwierciedlać efekt zachowania całej zbiorowości przedsiębiorstw.

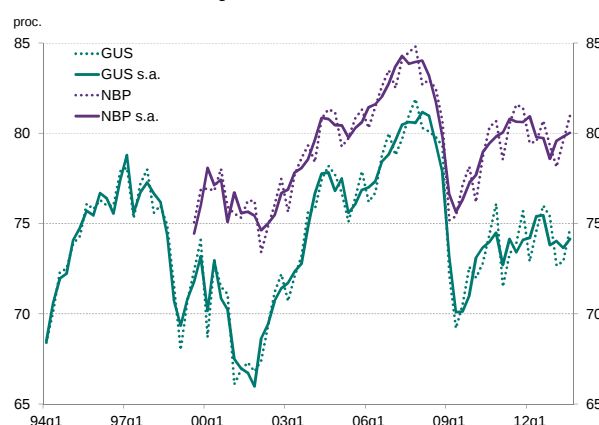
wartość kosztorysowa nowo rozpoczętych inwestycji, a stopień wykorzystania mocy produkcyjnych kształtuje się – jak na obecną fazę cyklu – na relatywnie wysokim poziomie (Wykres 2.14). Z drugiej jednak strony, badania koniunktury NBP wskazują, że w III kw. 2013 r. – choć nastroje przedsiębiorców nieco się poprawiły – firmy wciąż nie przewidywały znaczącego ożywienia inwestycji²¹. Wskaźnik nowych inwestycji, tj. udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji w perspektywie kwartału, utrzymał się na niskim poziomie (Wykres 2.13)²².

2.2.3 Popyt sektora finansów publicznych

W pierwszym półroczu br. kontynuowany był proces hamowania wzrostu wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych, w szczególności poza budżetem państwa²³. Jednocześnie niski wzrost gospodarczy w tym okresie znacząco zmniejszył dynamikę dochodów sektora, co utrudniało ograniczanie nierównowagi budżetowej (Wykres 2.15). W efekcie deficyt sektora wzrósł zarówno nominalnie, jak i w relacji do PKB (Wykres 2.16).

W pierwszych dziewięciu miesiącach br. dochody podatkowe budżetu państwa spadły o 4,7% r/r (wobec założonego w *Ustawie budżetowej na rok 2013* wzrostu o 7,5% w skali roku), co było związane z mniej korzystną od zakładanej sytuacją makroekonomiczną, w tym w szczególności z niskim realnym tempem wzrostu spożycia indywidualnego w pierwszym półroczu br. (0,1% r/r) oraz poprawą eksportu netto.

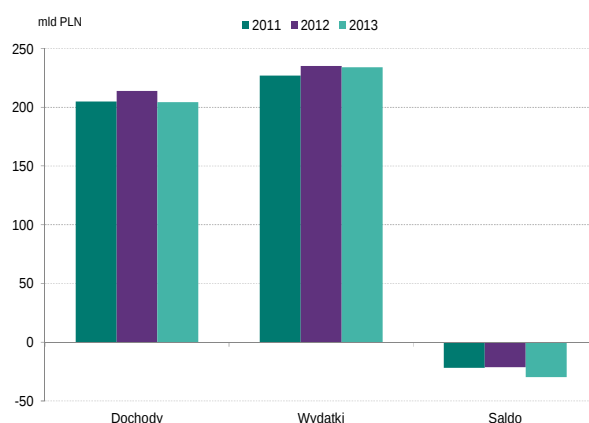
Wykres 2.14 Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP)



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

Stopień wykorzystania mocy produkcyjnych na podstawie badań koniunktury GUS jest wyraźnie niższy od tego, który wynika z badań ankietowych NBP, jednak zmiany tego wskaźnika są podobne w obu badaniach. Różnica poziomu jest spowodowana 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 2.15 Realizacja budżetu państwa w okresie styczeń-wrzesień



Źródło: Ministerstwo Finansów.

²¹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2013 r. oraz prognoz na IV kw. 2013 r., NBP.

²² Jednocześnie, wśród przedsiębiorstw, które planują rozpoczęcie inwestycji, zwiększyła się liczba tych, które deklarowały finansowanie nowych projektów kredytem bankowym. Może to oznaczać, że przedsiębiorstwa będą rozpoczynały większe przedsięwzięcia. Tezę tę wspiera też fakt, że korzystne prognozy wzrostu inwestycji utrzymują się zwłaszcza w grupie największych przedsiębiorstw (zatrudniających powyżej 2000 pracowników), które mają największy udział w inwestycjach całego sektora (w II kw. br. 100 największych inwestorów odpowiadało za ponad 58% ogółu nakładów sektora przedsiębiorstw).

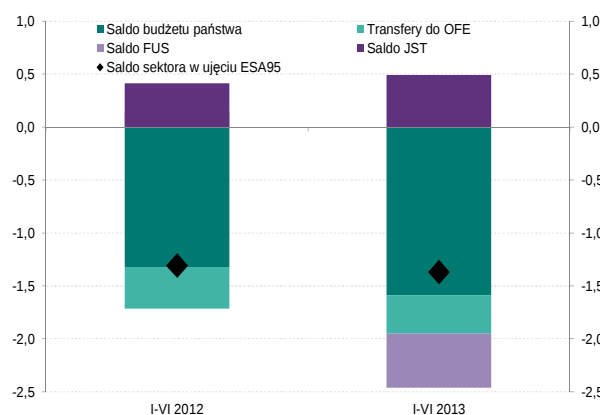
²³ Według danych Eurostatu, wydatki pierwotne sektora instytucji rządowych i samorządowych w I półroczu br. wzrosły nominalnie o 1,9% r/r.

Na skutek znacznego spadku dochodów podatkowych deficyt budżetu państwa po wrześniu był wyższy niż rok wcześniej i wyniósł 29,6 mld zł (wobec 21,1 mld zł w okresie styczeń-wrzesień 2012 r.). We wrześniu br. Parlament uchwalił nowelizację *Ustawy budżetowej na rok 2013*, dostosowującą kształt budżetu do obserwowanej realizacji dochodów podatkowych. W ramach nowelizacji obniżono prognozę dochodów budżetu państwa o 23,7 mld zł, zwiększając limit deficytu budżetowego o 16 mld zł oraz ograniczając wzrost wydatków o 7,7 mld zł. Działania ograniczające wzrost wydatków budżetu państwa były podejmowane jeszcze przed podjęciem decyzji o nowelizacji, na co wskazuje niższe niż planowane zaawansowanie wydatków bieżących jednostek budżetowych w okresie styczeń-sierpień br.²⁴

Relacja deficytu budżetowego odnotowanego po wrześniu do limitu określonego w znowelizowanej *Ustawie budżetowej* wyniosła 57,4% i była niższa od relacji deficytu po dziewięciu miesiącach ub.r. do deficytu w całym poprzednim roku (69,5%). Utrzymanie deficytu budżetowego na tym poziomie w bieżącym roku było możliwe dzięki obniżeniu dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. W okresie styczeń-wrzesień wyniosła ona 24,8 mld zł, tj. o 7,5 mld zł mniej niż w ub.r. Niższa dotacja do FUS była rekompensowana pożyczkami zaciąganyymi przez FUS z budżetu państwa oraz przekazaniem do FUS środków z Funduszu Rezerwy Demograficznej.

Jednostki samorządu terytorialnego (JST) zanotowały w I połowie 2013 r. nadwyżkę w wysokości 8,0 mld zł, tj. o 1,4 mld zł wyższą niż w ub.r., do czego przyczyniła się przede wszystkim kontynuacja ograniczania wzrostu wydatków samorządów. W pierwszym półroczu wydatki wzrosły nominalnie jedynie o 1,5%, przy czym wydatki majątkowe spadły o 14,3%.

Wykres 2.16 Wybrane składniki salda SFP w I półroczu 2012 i 2013 r. w relacji do PKB (całorocznego)



Źródło: Ministerstwo Finansów, ZUS, Eurostat.

²⁴ W okresie styczeń-sierpień br. wydatki te wzrosły o 4,5%, wobec wzrostu o 9,1% zaplanowanego w pierwotnej wersji *Ustawy budżetowej na rok 2013* oraz wzrostu o 5,7% w znowelizowanej *Ustawie*.

Spadek wydatków inwestycyjnych nastąpił także w Krajowym Funduszu Drogowym – zgodnie ze znowelizowaną *Ustawą budżetową*, wydatki KFD na realizację *Programu budowy dróg krajowych 2011-2015* mają w br. wynieść 12,6 mld zł, wobec realizacji na poziomie 18,6 mld zł w 2012 r.

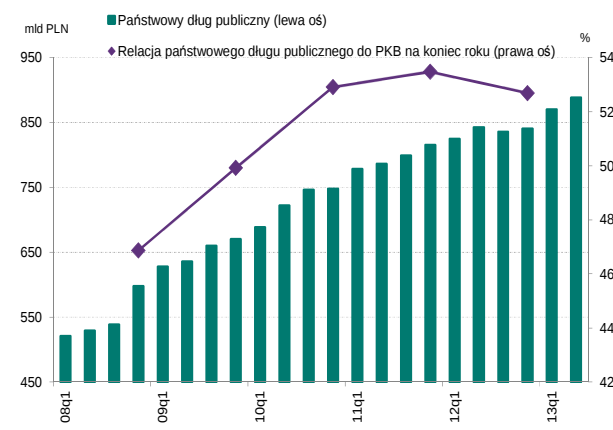
W I połowie 2013 r. Fundusz Ubezpieczeń Społecznych odnotował deficyt w wysokości 8,4 mld zł, wobec nadwyżki 2,4 mld zł w pierwszym półroczu 2012 r. Wzrost deficytu wynikał przede wszystkim z niskiej kwoty dotacji z budżetu państwa. Sytuacja finansowa Funduszu Pracy w I półroczu również się pogorszyła w porównaniu do ub.r., co było związane ze wzrostem wydatków na zasiłki dla bezrobotnych i aktywne formy przeciwdziałania bezrobociu²⁵.

Zgodnie z prognozami rządowymi, zawartymi w jesiennej notyfikacji fiskalnej, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (w ujęciu ESA95) w 2013 r. wzrośnie do poziomu 4,8% PKB z 3,9% PKB w 2012 r.²⁶ W 2014 r. planowane jest natomiast ograniczenie deficytu, przy czym w znacznej mierze ma ono wynikać ze zmian w systemie emerytalnym. Zgodnie z rekomendacją Rady UE z 21 czerwca br., podjętą w ramach procedury nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure – EDP*), deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych powinien zostać ograniczony poniżej 3% PKB do 2014 r. Szczegółowe omówienie perspektyw fiskalnych w kolejnym roku zostanie przedstawione w *Opinii Rady Polityki Pieniężnej do projektu Ustawy budżetowej na rok 2014*.

2.2.4 Eksport i import

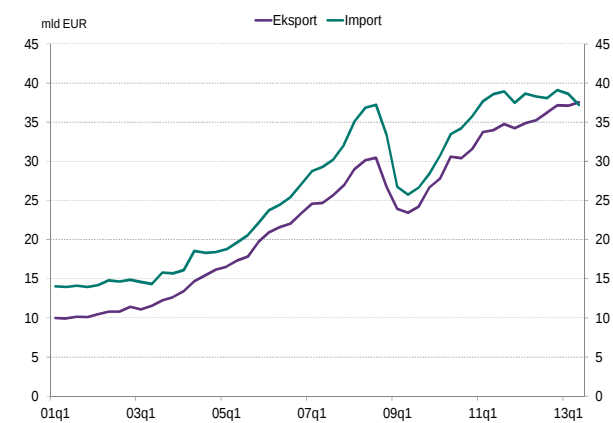
W II kw. 2013 r. – po raz pierwszy od początku lat 90. – wartość polskiego eksportu była wyższa od wartości importu (Wykres 2.18). Przyczynił się do tego z jednej strony spadek popytu krajowego

Wykres 2.17 Państwowy dług publiczny



Źródło: Ministerstwo Finansów.

Wykres 2.18 Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (w mld EUR)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

²⁵ Ponadto, w I półroczu ub.r. Fundusz Pracy otrzymał dochody w postaci zwrotu niewykorzystanych środków w kwocie 952 mln zł przez Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych. Ta jednorazowa operacja dokonywana pomiędzy jednostkami sektora finansów publicznych nie ma wpływu na saldo sektora.

²⁶ Jesienna notyfikacja fiskalna została opublikowana przez Eurostat 21 października 2013.

ograniczający import, a z drugiej utrzymujący się wzrost popytu na polskie produkty, głównie ze strony krajów spoza UE. Pojawieniu się nadwyżki w handlu zagranicznym sprzyjała także utrzymująca się na wysokim poziomie konkurencyjność cenowa polskich produktów.

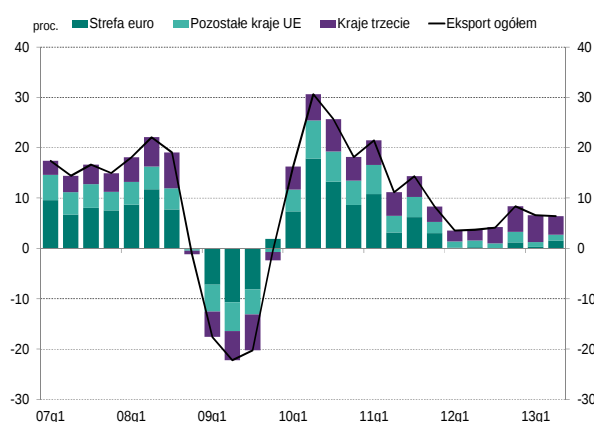
W II kw. 2013 r. wzrost eksportu utrzymał się na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału (wyniósł 6,4% r/r wobec 6,6% r/r w I kw. br.), natomiast wartość importu się obniżyła (o 2,8% r/r wobec wzrostu o 0,1% r/r w I kw. br.)²⁷.

Głównym motorem wzrostu sprzedaży zagranicznej Polski pozostał, mimo osłabienia dynamiki, wzrost eksportu do krajów spoza UE (15,6% r/r wobec 24,6% r/r w I kw. br.). Jednocześnie nastąpiło pewne przyspieszenie dynamiki eksportu do strefy euro (do 2,9% r/r z 0,6% r/r w I kw. br.) oraz nieznaczny wzrost dynamiki eksportu do krajów UE spoza strefy euro (do 4,9% r/r wobec 4,0% r/r w I kw. br.). Wzrost eksportu do strefy euro mógł być związany z pewnym ożywieniem w eksporcie strefy euro, na co wskazuje przyspieszenie dynamiki polskiego eksportu dóbr pośrednich.

Z kolei spadek importu w II kw. 2013 r. był związany z dalszym spadkiem popytu krajowego (por. rozdz. 2.2. *Popyt i produkcja*), a także – w warunkach znacznej importochłonności eksportu – obniżeniem tempa wzrostu eksportu.

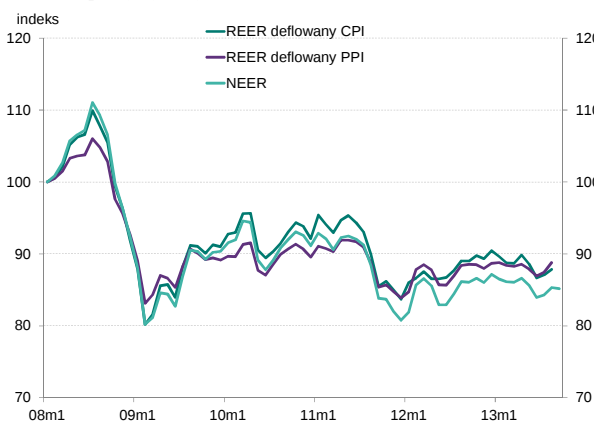
W II kw. 2013 r. realny efektywny kurs złotego był nieco silniejszy niż rok wcześniej, jednak skala aprecjacji w ujęciu rocznym była mniejsza niż w poprzednim kwartale (Wykres 2.20). Jednocześnie, zgodnie z badaniami koniunktury NBP, w II i w III kw. br. kurs rynkowy pozostał istotnie słabszy od deklarowanego przez przedsiębiorstwa kursu opłacalności eksportu, a odsetek przedsiębiorstw wskazujących na kurs walutowy

Wykres 2.19 Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu



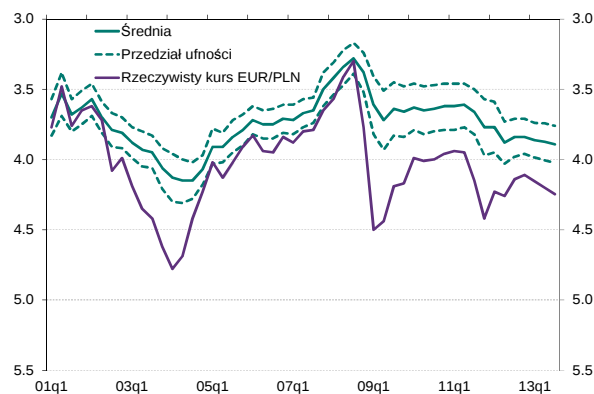
Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wykres 2.20 Realny i nominalny efektywny kurs złotego (wzrost oznacza aprecjację; styczeń 2008=100)



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

Wykres 2.21 Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu (EUR/PLN)



Źródło: Dane i szacunki NBP.

²⁷ Prezentowane w tym rozdziale dynamiki odnoszą się do danych GUS niewyrównanych sezonowo.

jako barierę rozwoju utrzymywał się na poziomie najniższym w historii badań (Wykres 2.21)²⁸.

2.2.5 Produkcja

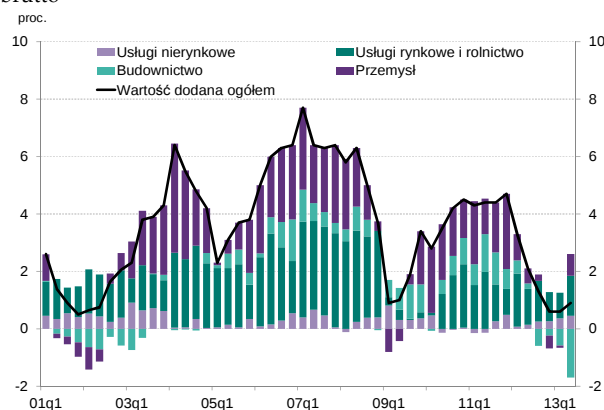
W II kw. 2013 r. roczne tempo wzrostu wartości dodanej brutto przyspieszyło i wyniosło 0,9% r/r (wobec 0,6% r/r w I kw. br.), na co złożył się wzrost dynamiki wartości dodanej w przemyśle i usługach przy jednoczesnym spadku produkcji w budownictwie (Wykres 2.22)²⁹.

W III kw. br. wzrosła produkcja sprzedana przemysłu, co wraz ze wzrostem wskaźnika PMI oraz nowych zamówień w przemyśle wskazuje na dalszą stopniową poprawę koniunktury w tym sektorze (Wykres 2.23).

Również dane dotyczące budownictwa wskazują na możliwość poprawy aktywności w tym sektorze w III kw. br. po jej silnym spadku w pierwszej połowie roku. Wzrosły – choć pozostały ujemne – zarówno dynamika produkcji budowlano-montażowej, jak i portfela zamówień w budownictwie (Wykres 2.24).

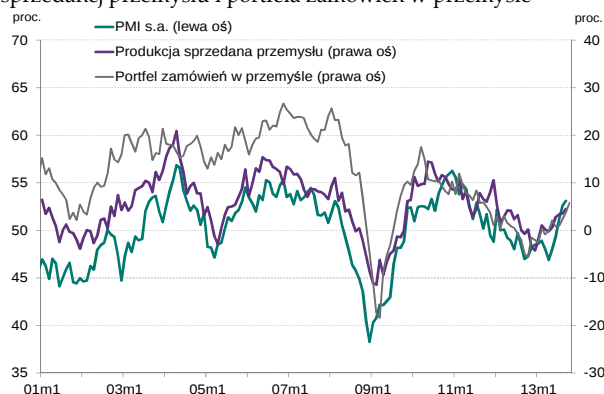
Umiarkowana poprawa koniunktury widoczna jest również w sektorze usług. Dynamika sprzedaży hurtowej rosła w ujęciu nominalnym i wyniosła 5,3% r/r w III kw. br. (wobec 2,8% r/r w II kw. br. i 0,3% r/r w I kw. br.). Jednocześnie zwiększyła się dynamika sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*)³⁰. Z kolei wzrost sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem pozostał umiarkowany w porównaniu z poprzednim rokiem (w ujęciu realnym) i wyniósł 3,7% r/r w trzech pierwszych kwartałach 2013 r. (wobec 10,2% w analogicznym okresie 2012 r.).

Wykres 2.22 Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



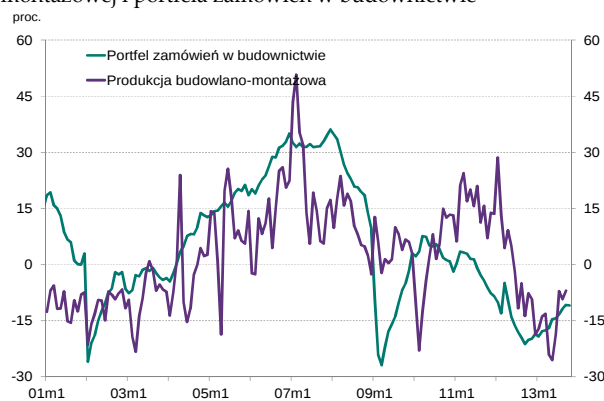
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.23 Wskaźnik PMI oraz roczne dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu i portfela zamówień w przemyśle



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

Wykres 2.24 Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie



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

²⁸ Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach badań koniunktury NBP (Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury). Pytanie ankiety: „Jaki jest progowy poziom kursu walutowego, przy którym eksport będzie (jest) nieopłacalny (w PLN)?”; *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kwartale 2013 r. oraz prognoz koniunktury na IV kwartał 2013 r.*, NBP.

²⁹ Informacje o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfelu zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu czynników sezonowych (obliczenia NBP).

³⁰ Miesięczne dane o sprzedaży detalicznej nie w pełni odzwierciedlają dynamikę zmian sprzedaży detalicznej ogółem. Por. przypis 19.

Kształtowanie się większości wyprzedzających wskaźników koniunktury GUS w III kw. br. wskazuje na pewną poprawę ocen przedsiębiorstw dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej, przy czym większość wskaźników dotyczących prognoz sytuacji ekonomicznej w poszczególnych sekcjach wciąż kształtuje się na poziomie niższym od wieloletniej średniej (Wykres 2.25).

2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

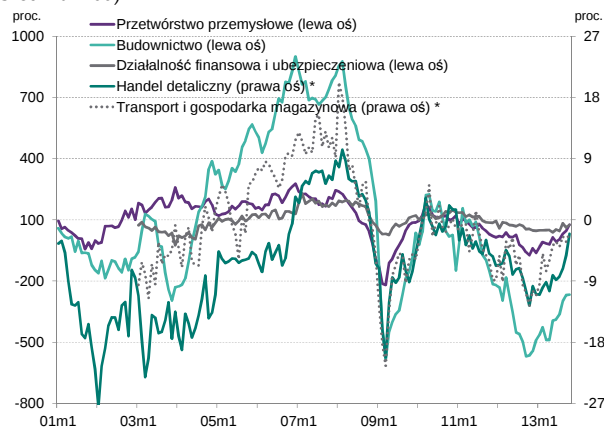
Mimo niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w Polsce w II kw. 2013 r. sytuacja finansowa przedsiębiorstw nadal stopniowo się poprawiała. Wskazuje na to w szczególności wzrost wyniku finansowego i rentowności firm w ujęciu rocznym oraz utrzymujący się korzystny poziom płynności (Tabela 2.4).

Wzrost wyniku finansowego wynikał przede wszystkim z dalszej poprawy wyniku niezwiązanego z podstawową działalnością operacyjną, związanej ze wzrostem przychodów przedsiębiorstw z tytułu udziałów w innych firmach (Wykres 2.26).

Do poprawy wyniku finansowego przyczynił się również wzrost wyniku na sprzedaży, osiągnięty pomimo spadku przychodów ze sprzedaży, tj. dzięki redukcji kosztów.

W II i III kw. 2013 r. sytuacja płynnościowa firm nieco się poprawiła i pozostała dobra. Jak wskazują wyniki badań ankietowych NBP, poprawa płynności w III kw. br. dotyczyła przede wszystkim podmiotów z sektora MSP, które charakteryzują się znacznie gorszą sytuacją płynnościową niż duże przedsiębiorstwa³¹.

Wykres 2.25 Prognoza sytuacji gospodarczej w wybranych sekcjach w odniesieniu do wieloletniej średniej (wieloletnia średnia=100)



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.

Tabela 2.4. Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw

proc.	2008	2009	2010	2011	2012				2013	
					q1	q2	q3	q4	q1	q2
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,0	5,0	5,2	5,3	4,4	4,3	4,3	4,2	4,3	4,5
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,3	4,1	4,4	4,5	4,1	3,9	3,5	2,4	3,2	4,7
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (s.a.)	47,5	46,9	47,1	48,8	48,5	48,6	48,6	48,4	48,3	48,6
Wskaźnik pokrycia odsetek wynikiem brutto (s.a.)	5,9	7,1	7,8	7,4	6,9	5,8	5,7	5,5	5,5	5,6
dane na koniec okresu										
Wskaźnik płynności I stopnia	0,34	0,39	0,40	0,38	0,34	0,32	0,31	0,34	0,33	0,34

Źródło: Dane GUS.

³¹ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2013 r. oraz prognoz na IV kw. 2013 r., NBP.

2.4 Rynek pracy

2.4.1 Zatrudnienie i bezrobocie

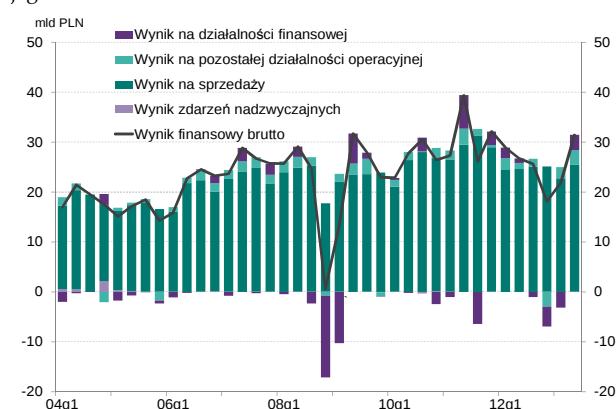
Ze względu na niską dynamikę PKB, roczne tempo wzrostu liczby pracujących w gospodarce w II kw. br. – podobnie jak w I kw. br. – pozostało ujemne. Dane dotyczące zatrudnienia w gospodarce w II kw., jak również dane z przedsiębiorstw za III kw. br. wskazywały jednak na stopniowe wyhamowanie spadku zatrudnienia (Wykres 2.27). Równocześnie stopa bezrobocia w ostatnich miesiącach – po okresie wzrostu – ustabilizowała się na podwyższonym poziomie.

Zgodnie z danymi BAEL, w II kw. 2013 r. liczba pracujących spadła o 0,5% r/r (wobec spadku o 0,7% r/r w I kw. br.). Utrzymanie się ujemnej dynamiki zatrudnienia wynikało w znacznym stopniu z pogłębienia spadku liczby pracujących w rolnictwie (-6,4% r/r wobec -4,5% r/r w I kw. br.). Pozytywnym sygnałem jest natomiast wyhamowanie spadku liczby pracujących w przemyśle (0,0% r/r wobec -2,0% r/r w I kw. br.), co można wiązać z przyspieszeniem aktywności gospodarczej w tym sektorze. Równocześnie dalej rosła, choć nieco wolniej niż w poprzednim kwartale, liczba pracujących w usługach (0,6% r/r wobec 0,8% r/r w I kw. br.).

Choć w II kw. br. spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach pogłębił się w ujęciu rocznym (wyniósł 1,2% r/r wobec spadku o 0,8% r/r w I kw. br.), to dane za III kw. br. wskazywały na jego wyhamowanie (spadek o 1,2% r/r).

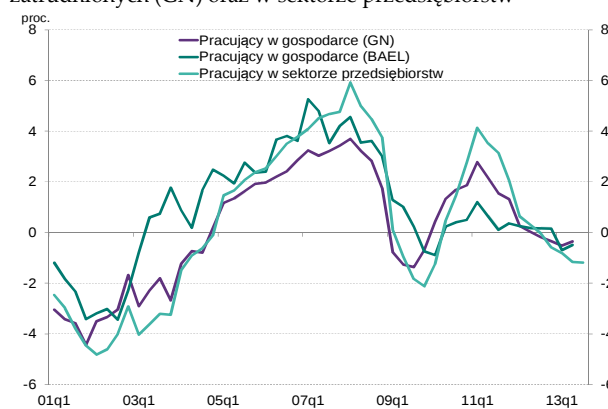
Oprócz wyhamowania spadku zatrudnienia w przedsiębiorstwach, pozytywnym sygnałem na rynku pracy jest także wzrost wskaźnika prognoz zatrudnienia w badaniach koniunktury NBP. Zgodnie z tym wskaźnikiem wciąż więcej

Wykres 2.26 Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



Źródło: Dane F-01/I-01 GUS. Obliczenia NBP.

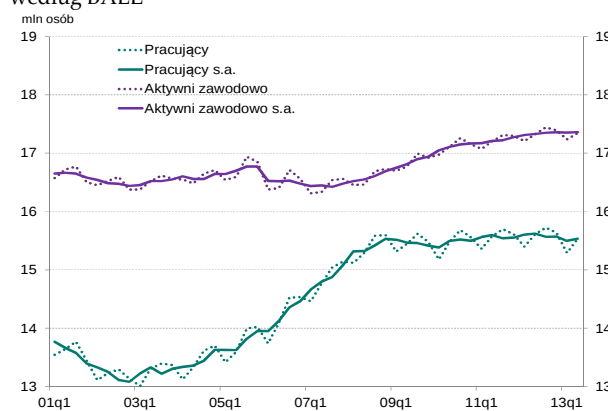
Wykres 2.27 Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL* i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*Korekta danych BAEL o wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011 w publikacjach GUS obejmuje okres od 1q2010. Dla zachowania porównywalności wcześniejsze dane na wykresach w rozdz. 2.4. zostały skorygowane przez NBP.

Wykres 2.28 Pracujący oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

przedsiębiorstw zamierza jednak zmniejszyć zatrudnienie w IV kw. niż je zwiększyć³².

Stopa bezrobocia wg BAEL w II kw. br. nie zmieniła się w porównaniu z I kw. br. – wyniosła 10,6% (dane po uwzględnieniu czynników sezonowych) i pozostała wyższa niż rok wcześniej (Wykres 2.29). Wyższy poziom stopy bezrobocia niż w analogicznym okresie zeszłego roku wynikał przede wszystkim ze spadku zatrudnienia (Wykres 2.30). Równocześnie wzrost podaży pracy był niewielki i w ograniczonym stopniu oddziaływał w kierunku wzrostu stopy bezrobocia.

Dane miesięczne z urzędów pracy również wskazywały, że w ostatnich miesiącach stopa bezrobocia rejestrowanego, po uwzględnieniu czynników sezonowych, pozostała podwyższona (we wrześniu wyniosła 13,6%)³³.

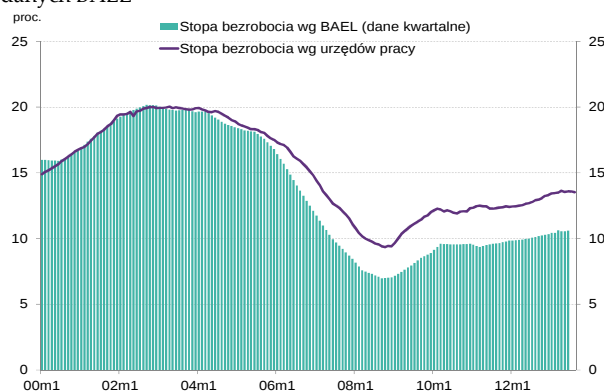
2.4.2 Płace i wydajność pracy

Dane dotyczące wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy wskazywały na brak presji płacowej w gospodarce w ostatnim okresie.

Ze względu na wciąż niską dynamikę aktywności gospodarczej, przekładającą się na ograniczony popyt na pracę, dynamika wynagrodzeń w gospodarce oraz w sektorze przedsiębiorstw w II kw. nieco wzrosła, choć pozostała niska; wyniosła odpowiednio 3,3% r/r (wobec 2,6% r/r w I kw. br.) oraz 2,9% r/r (wobec 2,1% r/r w I kw. br.; Wykres 2.31). Dane za III kw. z przedsiębiorstw wskazują na utrzymanie się dynamiki wynagrodzeń na niskim poziomie. Jednocześnie obniżająca się inflacja sprzyjała przyspieszeniu tempa wzrostu wynagrodzeń w ujęciu realnym.

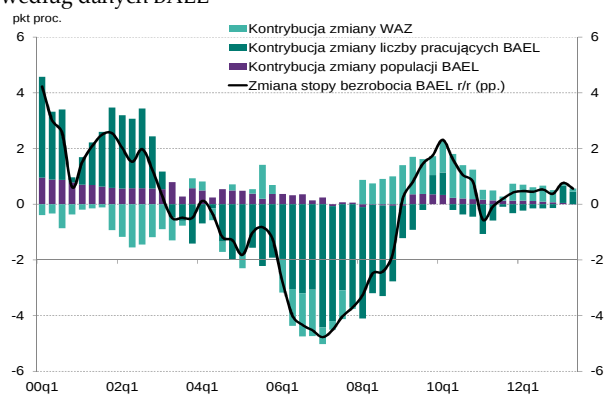
Na brak presji płacowej wskazują także badania koniunktury NBP. Zgodnie z wynikami tych badań,

Wykres 2.29 Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL



Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

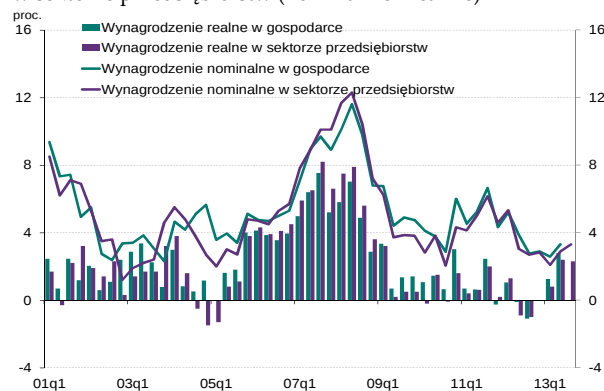
Wykres 2.30 Dekompozycja zmian stopy bezrobocia w ujęciu r/r według danych BAEL



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



Źródło: Dane GUS.

³² Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2013, NBP.

³³ 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.

udział przedsiębiorstw planujących podwyżki wynagrodzeń w IV kw. br., a także wysokość przeciętnej podwyżki pozostały niższe niż wieloletnia średnia³⁴. W ostatnim okresie nieznacznie wzrosła natomiast wartość indeksu napięć na rynku pracy (liczonego jako liczba ofert pracy niesubsydiowanej przypadających na jednego bezrobotnego). Wartość tego indeksu pozostała jednak zbliżona do wieloletniej średniej, co wskazuje na umiarkowane ryzyko nasilenia się żądań płacowych (Wykres 2.32).

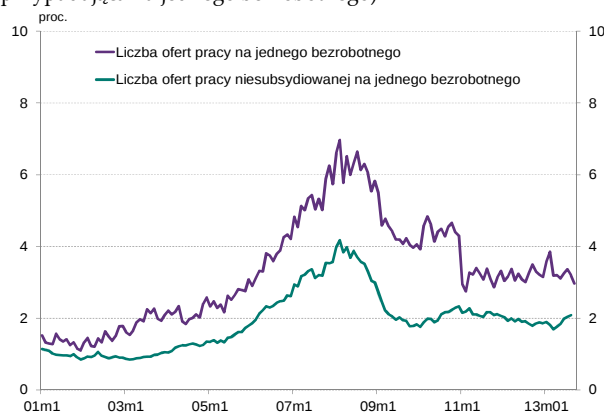
Wraz z pewnym wzrostem dynamiki PKB w II kw. br., nieznacznie wzrosła również dynamika wydajności pracy. Tempo wzrostu wydajności pracy było jednak niższe niż tempo wzrostu wynagrodzeń. W rezultacie dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce nieco przyspieszyła, choć pozostała zbliżona do obserwowanej średnio w poprzednich kwartałach (Wykres 2.33).

Dane miesięczne dotyczące przedsiębiorstw przemysłowych wskazują, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w ostatnich miesiącach znacząco się obniżyła (Wykres 2.34). Spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy w przemyśle był wynikiem szybkiego wzrostu wydajności pracy (następującego wraz z przyspieszeniem dynamiki produkcji i obniżającą się liczbą pracujących), któremu towarzyszyło utrzymywanie się dynamiki wynagrodzeń na niskim poziomie.

2.5 Rynki aktywów

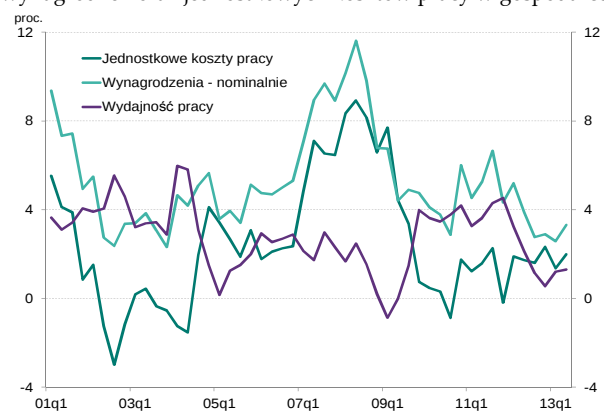
Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny aktywów finansowych w Polsce charakteryzowały się znaczną zmiennością spowodowaną głównie zwiększoną niepewnością co do skali zmniejszenia luzowania ilościowego przez Fed, ale również czynnikami

Wykres 2.32 Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego)



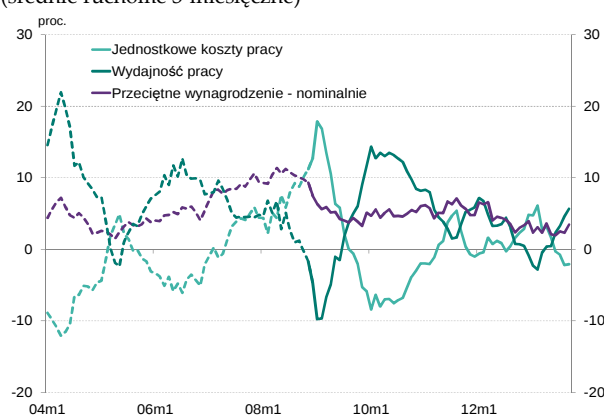
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.33 Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.34 Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle (średnie ruchome 3-miesięczne)



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.

³⁴ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na IV kw. 2013, NBP.

krajowymi. Natomiast wzrost niepewności fiskalnej w Stanach Zjednoczonych, związany z negocjacjami w sprawie zwiększenia limitu zadłużenia, miał ograniczony wpływ na ceny akcji i obligacji w Polsce oraz kurs złotego.

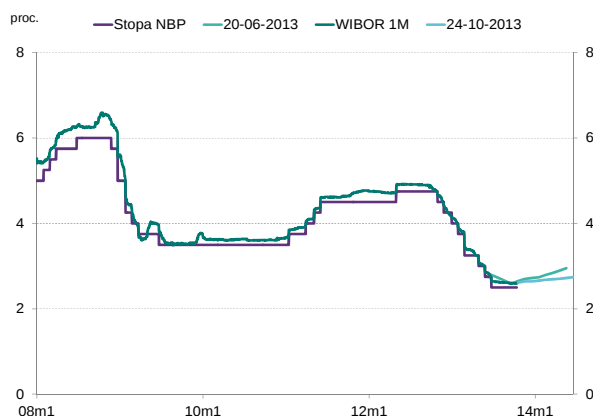
Na rynku mieszkaniowym pojawiły się sygnały pewnego ożywienia głównie w segmencie mieszkań o podwyższonym standardzie.

2.5.1 Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych

W lipcu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 0,25 pkt proc., w tym stopę referencyjną do poziomu 2,50 pkt proc., kończąc tym samym cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Następnie zasygnalizowała, że stopy procentowe pozostaną niezmiennie przynajmniej do końca 2013 r. (por. *Ramka 3 Forward guidance – nowe narzędzie komunikacji polityki pieniężnej*)³⁵. Zapowiedź ta przyczyniła się do wzmocnienia konsensusu rynkowego co do utrzymania stóp NBP na obecnym poziomie do końca 2013 r., mimo publikacji w ostatnim okresie nieco bardziej optymistycznych danych makroekonomicznych (por. 2.2. *Popyt i produkcja*) i wyższej od oczekiwań inflacji w lipcu (por. 2.1. *Procesy inflacyjne*). W rezultacie obecnie większość analityków, jak i uczestników rynku, spodziewa się, że podwyżka stóp procentowych NBP nastąpi nie wcześniej niż w połowie przyszłego roku (Wykres 2.35).

W ostatnich miesiącach rentowności polskich obligacji skarbowych, szczególnie o dłuższym terminie zapadalności wzrosły (Wykres 2.36). Wzrost ten był związany przede wszystkim z sygnałami możliwego wycofywania się z programów luzowania ilościowego przez Fed (por. 1.3. *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*), co przekładało się na spadek zaangażowania nierezydentów na polskim rynku

Wykres 2.35 Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M (do X 2013 r.) i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA (od X 2013 r.)



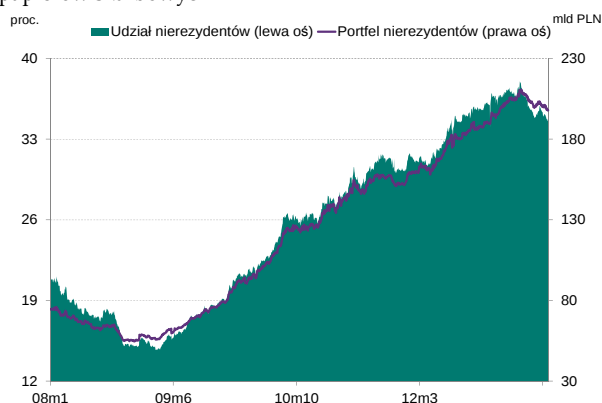
Źródło: Na podstawie danych NBP i Bloomberg.

Wykres 2.36 Rentowność polskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane NBP i Bloomberg.

Wykres 2.37 Zaangażowanie nierezydentów na rynku polskich papierów skarbowych



Źródło: Dane KDPW.

³⁵ Na listopadowym posiedzeniu (tj. posiedzeniu, na którym został przyjęty niniejszy *Raport*), RPP oceniła, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.

obligacji skarbowych (Wykres 2.37). Przejściowo w kierunku wyższych rentowności obligacji skarbowych oddziaływało również ogłoszenie zmian w funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych (OFE) w Polsce. Rentowności obligacji o krótszym terminie zapadalności pozostały względnie stabilne z uwagi na oczekiwania rynku, że stopy procentowe NBP pozostaną niezmienione w perspektywie najbliższych kwartałów. Równocześnie utrzymujące się niskie ryzyko kredytowe Polski ograniczało skalę wzrostu rentowności obligacji. W ostatnich miesiącach koszt ubezpieczenia polskiego długu (CDS) pozostawał na stabilnym i relatywnie niskim poziomie.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* indeksy giełdowe wzrosły, co było związane z poprawą nastrojów na światowych rynkach oraz sygnałami ożywienia gospodarczego w Polsce. W omawianym okresie czynnikami przejściowo oddziałującymi w kierunku obniżenia się cen akcji była zapowiedź zmian w funkcjonowaniu OFE oraz wzrost awersji do ryzyka na światowych rynkach w związku z nasilającym się konfliktem w Syrii (Wykres 2.38).

2.5.2 Kurs walutowy

Po deprecjacji związanej z pojawieniem się oczekiwań na zmniejszenie skali łagodzenia ilościowego przez Fed, od lipca złoty zaczął się stopniowo umacniać. Oprócz uspokojenia nastrojów na rynkach wschodzących w kierunku aprecjacji złotego oddziaływało wygaśnięcie oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych NBP, poprawa perspektyw gospodarczych oraz salda rachunku obrotów bieżących Polski. Jednak na przełomie sierpnia i września złoty przejściowo nieznacznie się osłabił, co było związane z ogłoszeniem zmian dotyczących funkcjonowania OFE w Polsce oraz ze wzrostem awersji do ryzyka na skutek eskalacji konfliktu w Syrii. W przeciwieństwie do wielu walut krajów wschodzących, kurs złotego umacniał

Wykres 2.38 Wartości indeksów WIG, WIG 20 i WIG 30



Źródło: Dane Bloomberg.

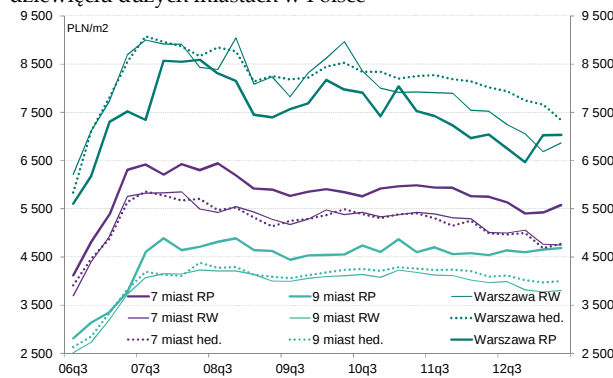
*Indeks WIG30 został wprowadzony 23 września 2013 r. W jego skład wchodzi 30 największych i najbardziej płynnych spółek Rynku Głównego GPW. Z końcem 2015 r. WIG30 zastąpi indeks WIG20, natomiast do tego czasu będą one notowane równolegle.

Wykres 2.39 Nominalny kurs złotego (styczeń 2008 = 100, wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.40 Średnie ceny* mieszkań w Warszawie, siedmiu i dziewięciu dużych miastach w Polsce³⁶



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych transakcyjnych z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

* 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.

³⁶ 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.

się również w trakcie wzrostu niepewności dotyczącej polityki fiskalnej w Stanach Zjednoczonych (Wykres 2.39).

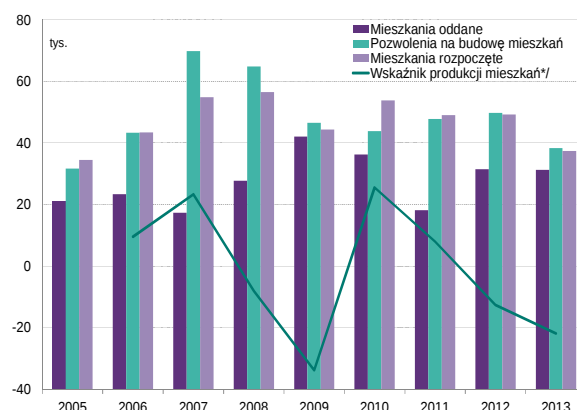
2.5.3 Ceny mieszkań

Na rynku mieszkaniowym w II kw. 2013 r. – podobnie jak w poprzednim kwartale – nadal pojawiały się sygnały pewnego ożywienia aktywności, co przejawiało się wzrostem liczby transakcji. Wzrost aktywności na rynku mieszkaniowym był jednak w znacznej mierze efektem wzrostu popytu o charakterze inwestycyjnym na mieszkania o podwyższonym standardzie. W pozostałych segmentach rynku popyt pozostawał obniżony. Indeks cen hedonicznych, czyli cen mieszkań o podobnej jakości, na rynku wtórnym nadal wykazywał niewielką tendencję spadkową (Wykres 2.40).

Ważnym czynnikiem wspierającym popyt na mieszkania w II kw. była rosnąca dostępność kredytów mieszkaniowych na skutek obniżki ich oprocentowania w poprzednich kwartałach oraz pewne złagodzenie polityki banków w zakresie udzielania kredytów hipotecznych.

Ożywieniu popytu na rynku mieszkaniowym towarzyszyło zmniejszanie liczby rozpoczętych inwestycji, co w dłuższym okresie powinno wspierać wzrost cen mieszkań (Wykres 2.41). Z kolei znaczna liczba mieszkań pozostających w ofercie powinna oddziaływać w kierunku stabilizacji cen mieszkań w nadchodzących kwartałach.

Wykres 2.41 Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w drugich kwartałach



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

* 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.

Ramka 3: *Forward guidance* – nowe narzędzie komunikacji polityki pieniężnej

W reakcji na globalny kryzys finansowy i następujący po nim okres niskiego wzrostu gospodarczego wiele banków centralnych znacząco poluzowało politykę pieniężną, obniżając nominalne stopy procentowe do najniższych w swojej historii poziomów. Złagodzenie polityki pieniężnej było szczególnie wyraźne w największych gospodarkach rozwiniętych, gdzie stopy procentowe obniżono do poziomów zbliżonych do zera. W konsekwencji dla części banków centralnych możliwości dalszego wykorzystania konwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej (tj. dalszego obniżenia krótkookresowych stóp procentowych) do stymulowania aktywności gospodarczej zostały praktycznie wyczerpane. Skłoniło to banki do poszukiwania nowych sposobów pobudzania koniunktury. Jednym z nich były znaczące zakupy aktywów finansowych przez banki centralne i związana z tym znaczna emisja pieniądza rezerwowego. Drugim było poszerzenie komunikacji banków centralnych w zakresie polityki stóp procentowych.

Co to jest forward guidance?

Jednym z nowych narzędzi komunikacji – coraz powszechniej wykorzystywanym przez banki centralne – jest tzw. *forward guidance*. *Forward guidance* to komunikowanie otoczeniu, jaką politykę pieniężną zamierza prowadzić bank centralny w horyzoncie dłuższym niż do następnego posiedzenia jego ciała decyzyjnego. *Forward guidance* dotyczy przede wszystkim prawdopodobnego kształtowania się w przyszłości stopy procentowej banku centralnego, ale może też dotyczyć innych parametrów polityki pieniężnej (np. skali luzowania ilościowego)³⁷.

W obecnych uwarunkowaniach *forward guidance* wykorzystywane jest przez banki centralne głównie do wpływania na oczekiwania co do horyzontu, w którym kontynuowana będzie bardzo łagodna polityka pieniężna. Banki stosujące *forward guidance* najczęściej wykorzystują to narzędzie do wydłużenia okresu, przez jaki otoczenie ma oczekiwać utrzymania stóp procentowych banku centralnego na historycznie niskim poziomie. Działania te mają na celu zakotwiczenie średnio- i długookresowych oczekiwań podmiotów gospodarczych dotyczących stóp procentowych na niskim poziomie, co – sprzyjając wzrostowi inwestycji i konsumpcji – ma oddziaływać w kierunku ożywienia koniunktury. Efektywność *forward guidance* jest silnie uzależniona w szczególności od dwóch czynników: zrozumienia przez otoczenie zamiarów banku centralnego oraz wiarygodności tych zamiarów.

Rodzaje *forward guidance*

Forma *forward guidance*, poprzez wpływ na jego klarowność i wiarygodność, może mieć duże znaczenie dla efektywności tego narzędzia komunikacji. Obecnie w komunikacji banków centralnych można wyróżnić trzy formy *forward guidance*, które różnią się sposobem określania okresu, w jakim bank zamierza utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie:

- **Jakościowy *forward guidance*** polega na ogólnym zdefiniowaniu przez bank centralny okresu, przez który zamierza utrzymać bardzo łagodną politykę pieniężną (np. „przez znaczny okres”, „przez dłuższy okres”). Z jednej strony zapewnia to bankowi centralnemu elastyczność działania w reakcji na nieprzewidziane zmiany w gospodarce. Z drugiej strony, zostawia stosunkowo duże pole do interpretacji, przez co wartość informacyjna takiego *forward guidance* może być dla otoczenia niewielka.

Jakościowy *forward guidance* jest najwcześniej wprowadzoną formą tego narzędzia komunikacji. Był stosowany przez Fed w 2003 r., a obecnie jest wykorzystywany przez EBC (od lipca 2013 r.).

- Fed – sierpień 2003 r.

„...Komitet uważa, że **polityka może pozostać akomodacyjna przez znaczny okres.**”

- EBC – lipiec 2013 r.

„Rada Zarządzająca oczekuje, że podstawowe **stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie przez dłuższy okres.**”

- ***Forward guidance* na czas określony** polega na wskazaniu przez bank centralny daty, do której prawdopodobnie nie podniesie stóp procentowych (np. „przynajmniej do połowy 2015 r.”). Ta forma *forward guidance* jest stosunkowo jednoznaczna i przez to prosta w interpretacji, ale jeśli sytuacja gospodarcza ulegnie istotnej zmianie – wymuszając zmianę deklarowanej lub rzeczywistej daty zmiany stóp procentowych – może podważać wiarygodność komunikacji banku centralnego. Bank stosujący *forward guidance* na czas określony nie informuje bowiem, w jaki sposób zamierza reagować na nieoczekiwane zmiany sytuacji gospodarczej. W rezultacie komunikowana w ten sposób ścieżka stóp może być kwestionowana.

³⁷ Za formę *forward guidance* można uznać publikowanie przyszłej ścieżki stóp procentowych, jednak banki wykorzystujące to narzędzie komunikacji podkreślają, że ścieżki stóp nie należy traktować jako wiążącego zobowiązania banku do podjęcia określonych decyzji co do wysokości stóp w przyszłości, co odróżnia tę formę komunikacji od obecnie stosowanych *forward guidance*. Jednocześnie banki, które stosują *forward guidance*, również wystrzegają się pojęcia „zobowiązanie”, choć poprzez swoją komunikację dążą do określonego ukształtowania się oczekiwań.

Bankiem, który stosował tę formę *forward guidance* był Fed w latach 2011-2012.

- Fed – sierpień 2011 r.

„Komitet oczekuje obecnie, że uwarunkowania ekonomiczne (...) prawdopodobnie uzasadnią utrzymanie wyjątkowo niskiej stopy federal funds rate przynajmniej do połowy 2013.”

- Fed – wrzesień 2012 r.

„...Komitet zdecydował dziś o utrzymaniu przedziału dla stopy federal funds na poziomie 0 – 0,25% i oczekuje obecnie, że utrzymanie wyjątkowo niskiej stopy federal funds rate będzie prawdopodobnie uzasadnione przynajmniej do połowy 2015.”

- **Warunkowy *forward guidance*** polega na wskazaniu przez bank centralny warunków ekonomicznych, które muszą być spełnione, aby zmiana stóp procentowych była uzasadniona lub uzasadnione byłoby jej rozważenie (np. obecnie deklarowane przez Fed utrzymanie stóp procentowych na poziomie zbliżonym do zera do momentu, kiedy stopa bezrobocia obniży się poniżej 6,5%, prognozowana w okresie 1-2 lat inflacja nie przekroczy 2,5%, przy jednoczesnym zakotwiczeniu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych.). Częścią warunkowego *forward guidance* mogą być także przesłanki umożliwiające odstępianie od zapowiedzianej deklaracji o utrzymaniu niskich stóp procentowych.

Warunkowy *forward guidance* umożliwia bankom ograniczenie ryzyka pułapki „związanych rąk”, pozwala bowiem otoczeniu lepiej zrozumieć, w jakich okolicznościach bank może odejść od deklarowanej ścieżki stóp w reakcji na zmiany sytuacji gospodarczej. Równocześnie jednak warunkowy typ *forward guidance* jest adresowany głównie do odbiorców, którzy wiedzą, jak aktualnie kształtują się zmienne ekonomiczne, od których uzależnione są decyzje banku, i mają pogląd na temat tego, jak wielkości te będą się zmieniać w przyszłości³⁸. Warunkowy *forward guidance* może być zatem dla otoczenia banku trudniejszy do interpretacji, zwłaszcza w porównaniu z *forward guidance* na czas określony.

Kolejnym potencjalnym problemem związanym z tą formą komunikacji jest to, że warunkowy *forward guidance* wymaga od banku określenia, które zmienne i po osiągnięciu jakiej wartości będą miały decydujący wpływ na zmianę realizowanej polityki pieniężnej, co jest szczególnie utrudnione w warunkach podwyższonej niepewności utrzymującej się po globalnym kryzysie gospodarczym. Należy też pamiętać, że żaden pojedynczy wskaźnik ekonomiczny nie odzwierciedla w pełni stanu całej gospodarki. W rezultacie nie sposób wykluczyć sytuacji, w której – mimo spełnienia wymienionych w *forward guidance* warunków – bank nie dokona podwyżki stóp procentowych ze względu na ocenę ogólnej sytuacji gospodarczej³⁹. Aby zminimalizować ryzyko reputacyjne, banki centralne – oprócz zawarcia w *forward guidance* przesłanek umożliwiających odstępianie od zapowiedzianej decyzji – zaznaczają, że podwyżka stóp procentowych nie musi nastąpić „automatycznie” po spełnieniu podanych warunków, lecz że będzie wówczas rozważona jej zasadność.

Warunkowy *forward guidance* stosują obecnie dwa banki centralne: Fed – od grudnia 2012 r. oraz Bank Anglii – od sierpnia 2013 r.

- Fed – grudzień 2012 r.

„... Komitet zdecydował o utrzymaniu przedziału dla stopy federal funds na poziomie 0 – 0,25% i oczekuje obecnie, że ten wyjątkowo niski przedział dla stopy federal funds będzie odpowiedni przynajmniej dopóki stopa bezrobocia będzie pozostawała powyżej 6,5%, prognozowana inflacja w horyzoncie 1-2 lat nie będzie przekraczała o więcej niż 0,5 pkt proc. długookresowego celu inflacyjnego ustalonego przez Komitet na poziomie 2%, długookresowe oczekiwania inflacyjne pozostaną dobrze zakotwiczone.”

³⁸ W praktyce oznacza to, że w przypadku gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, które w mniejszym stopniu śledzą kształtowanie się wielkości makroekonomicznych, efektywność warunkowego *forward guidance* może być ograniczona.

³⁹ Możliwa jest też sytuacja kiedy zmiana stóp będzie uzasadniona, mimo że nie będą spełnione warunki wskazane w *forward guidance*.

- Bank Anglii – sierpień 2013 r.

„... Komitet Polityki Pieniężnej **nie zamierza podwyższać stopy banku centralnego z obecnego poziomu 0,5% przynajmniej do czasu, gdy stopa bezrobocia z Badania Rynku Pracy nie obniży się poniżej granicy 7%, uwzględniając poniższe warunki.** (...) Zapowiedź powiązania poziomu stopy banku centralnego i skali zakupu aktywów z ogłoszoną wartością graniczną dla stopy bezrobocia przestanie obowiązywać, jeśli zajdzie którykolwiek z następujących trzech warunków (*‘knockouts’*):

- w opinii Komitetu Polityki Pieniężnej będzie bardziej niż mniej prawdopodobne, że **inflacja w horyzoncie 18-24 miesięcy będzie przekraczała o 0,5 pkt proc. lub więcej cel inflacyjny określony na poziomie 2%**;
- **średniookresowe oczekiwania inflacyjne przestaną być wystarczająco dobrze zakotwiczone**;
- **Komitet ds. Polityki Finansowej (KPF) oceni, że polityka pieniężna stwarza znaczące zagrożenie dla stabilności finansowej, które nie może być ograniczone przez wykorzystanie szerokiego zakresu instrumentów będących w dyspozycji KPF, Urzędu Praktyk Finansowych oraz Urzędu ds. Regulacji Ostrożnościowych, działających zgodnie ze swoim mandatem.**”

Działanie i efektywność *forward guidance*

Forward guidance może wpływać na kształtowanie się aktywności gospodarczej kilkoma kanałami. Przede wszystkim jednak banki centralne wykorzystujące to narzędzie komunikacji, starają się dzięki niemu silniej niż dotychczas oddziaływać na stopy średnio- i długoterminowe, które – obok stóp krótkoterminowych – mają znaczenie dla decyzji inwestycyjnych i konsumpcyjnych, szczególnie o charakterze długoterminowym. Uzasadnieniem działań banków centralnych jest to, że oczekiwania dotyczące kształtowania się stóp krótkoterminowych są jednym z głównych czynników determinujących poziom stóp długoterminowych. Zapowiedź utrzymania przez bank krótkoterminowych stóp procentowych na historycznie niskim poziomie może zatem przyczynić się do pewnego obniżenia długoterminowych stóp procentowych. Po drugie, w kierunku obniżenia stóp długoterminowych ma oddziaływać ograniczenie niepewności dotyczącej przyszłej polityki pieniężnej, które może skutkować obniżeniem średniego oczekiwanego poziomu stóp banku centralnego oraz spadkiem premii za ryzyko wymaganej za lokowanie funduszy na dłuższy okres⁴⁰.

Badania empiryczne dotyczące *forward guidance*, są na razie nieliczne i nie pozwalają na wysunięcie jednoznacznych wniosków co do jego efektywności. Chociaż większość z nich sugeruje, że *forward guidance* wywiera wpływ na kształtowanie się oczekiwań dotyczących stóp procentowych, to szacowana skala tego wpływu jest w poszczególnych badaniach zróżnicowana⁴¹. Równocześnie wyniki analiz sygnalizują, że wraz z wydłużaniem horyzontu *forward guidance* obniża się jego wiarygodność, co prawdopodobnie jest związane z rosnącą niepewnością dotyczącą przyszłych uwarunkowań gospodarczych, która zmniejsza trafność prognoz stanowiących przesłankę do sformułowania *forward guidance*.

Forward guidance w Polsce

Po obniżeniu w lipcu 2013 r. stóp procentowych NBP do najniższego w historii poziomu Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na wprowadzenie *forward guidance*. W lipcu na konferencji prasowej po posiedzeniu decyzyjnym Rady, a następnie we wrześniu i październiku w Informacji po posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej wskazano, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2013 r.⁴²

⁴⁰ Ograniczenie niepewności co do przyszłej polityki pieniężnej może przyczynić się do obniżenia średniego oczekiwanego poziomu stóp banku centralnego, ponieważ w przypadku kształtowania się krótkoterminowych stóp procentowych w pobliżu zera rynki finansowe przypisują wyższe prawdopodobieństwo podwyżkom stóp procentowych w przyszłości niż ich obniżkom.

⁴¹ Szczegółowy przegląd badań empirycznych dotyczących efektywności *forward guidance* można znaleźć w publikacji *Monetary policy trade-offs and forward guidance*, Bank of England, sierpień 2013 r.

⁴² Na listopadowym posiedzeniu (tj. posiedzeniu, na którym został przyjęty niniejszy Raport) Rada wydłużyła *forward guidance*, oceniając, że stopy procentowe powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. (por. *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 5-6 listopada 2013 r.* w rozdz. 3. *Polityka Pieniężna w okresie lipiec-listopad 2013 r.*).

Rada zdecydowała się na wykorzystanie *forward guidance* na czas określony z relatywnie krótkim horyzontem zapowiedzianego utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie (w lipcu 2013 r. były to 2 kwartały), ponieważ ta forma *forward guidance* jest – z jednej strony – najbardziej klarowna, a – z drugiej – wiarygodna. Wiarygodność *forward guidance* na dużo dłuższy okres mogłaby być ograniczona nie tylko ze względu na nieuchronnie większą niepewność co do kształtowania się procesów gospodarczych w odleglejszej perspektywie, ale także z dwóch dodatkowych powodów.

- Po pierwsze, polska gospodarka znajduje się obecnie najprawdopodobniej w punkcie zwrotnym cyklu koniunkturalnego, w momencie, w którym skończyło się spowolnienie wzrostu i rozpoczęło ożywienie. Jednak skala i struktura przyspieszenia aktywności gospodarczej – kluczowe dla określenia właściwej reakcji polityki pieniężnej – są trudne do przewidzenia, w szczególności ze względu na istotną niepewność związaną z uwarunkowaniami zewnętrznymi.
- Po drugie, sformułowanie wiarygodnego *forward guidance* wymaga osiągnięcia wiążącego porozumienia w ramach ciała decyzyjnego, którego członkowie mogą się różnić zarówno w ocenie przewidywanego przebiegu procesów makroekonomicznych, jak i odpowiedniej reakcji polityki pieniężnej na zmiany zachodzące w gospodarce.

Kształtowanie się oczekiwań co do przyszłych stóp procentowych wskazuje, że wprowadzony w lipcu br. przez Radę *forward guidance* był skuteczny i przyczynił się do wzmocnienia konsensusu rynkowego co do utrzymania stóp NBP na historycznie niskim poziomie przynajmniej do końca 2013 r. Zgodnie z intencją Rady krzywa dochodowości na rynku pieniężnym w Polsce pozostaje bowiem płaska w horyzoncie do końca 2013 r.

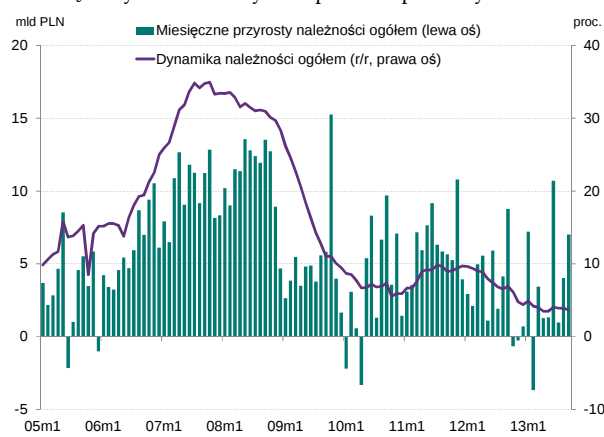
2.6 Kredyt i pieniądz

Od publikacji poprzedniego Raportu wzrost akcji kredytowej pozostał relatywnie niski (Wykres 2.42)⁴³.

W III kw. 2013 r. łączne zadłużenie sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych wzrastało średnio o 4,0 mld zł miesięcznie, czyli wolniej niż w analogicznym okresie 2012 r. (średni miesięczny przyrost należności wyniósł wówczas 4,9 mld zł).

Utrzymało się spowolnienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw związane w głównej mierze z niskim popytem na kredyt ze strony przedsiębiorstw. Z kolei wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w III kw. 2013 r. nieco przyspieszył, przede wszystkim w segmencie

Wykres 2.42 Należności sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych



Źródło: Dane NBP.

⁴³ 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 w grudniu i styczniu), stąd średnie miesięczne przyrosty kredytów i depozytów firm porównywane są pomiędzy tymi samymi okresami w kolejnych latach.

kredytów konsumpcyjnych i w mniejszym stopniu także mieszkaniowych (Wykres 2.46).

Odzwierciedleniem relatywnie niskiego przyrostu zadłużenia ogółem było umiarkowane tempo wzrostu agregatów monetarnych w III kw. 2013 r.

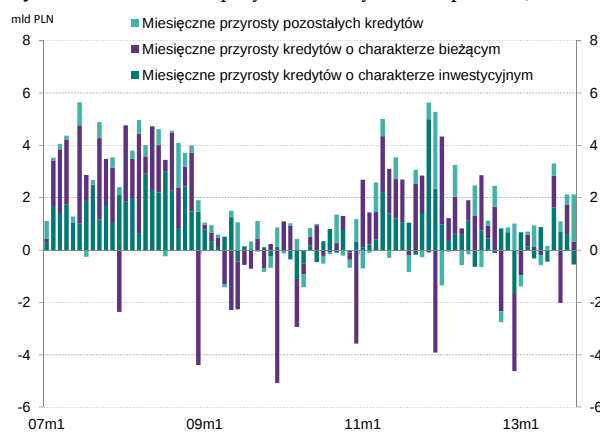
2.6.1 Kredyty dla przedsiębiorstw

W III kw. 2013 r. utrzymywało się spowolnienie akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw, na które złożył się spadek kredytów bieżących i niewielki przyrost akcji kredytowej w segmencie kredytów inwestycyjnych (Wykres 2.43)⁴⁴. Wzrost zadłużenia firm był istotnie niższy niż w analogicznym okresie 2012 r. (średni miesięczny przyrost wyniósł 0,9 mld zł wobec 1,9 mld zł w III kw. ub.r.; Wykres 2.44).

Do osłabienia akcji kredytowej dla firm mogły się przyczyniać – z jednej strony – ograniczenia wzrostu podaży kredytów wynikające z utrzymania relatywnie restrykcyjnej polityki kredytowej banków, a – z drugiej strony – niska aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw. W kierunku ograniczenia skali spowolnienia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw oddziaływały natomiast dokonane obniżki stóp procentowych NBP, które przełożyły się na dalszy spadek kosztu kredytów (w sierpniu 2013 r. oprocentowanie kredytów dla firm było o 0,6 pkt proc. niższe niż średnio w II kw. br.; Wykres 2.44).

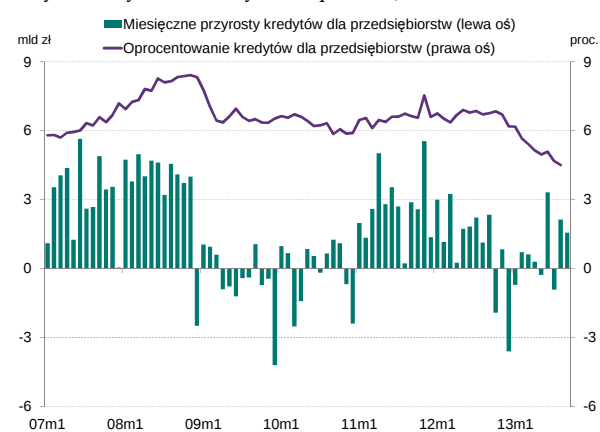
W III kw. 2013 r. – zgodnie z deklaracjami banków – popyt na kredyt ze strony sektora MSP nieco wzrósł, natomiast popyt dużych firm pozostał relatywnie stabilny. Mimo ożywienia popytu ze strony MSP, utrzymanie w znacznej mierze niezmięionej polityki kredytowej banków w tym segmencie rynku przyczyniło się do dalszego spowolnienia akcji kredytowej dla MSP. Z kolei złagodzenie kryteriów udzielania kredytów dla dużych przedsiębiorstw przyczyniło się do pewnego

Wykres 2.43 Struktura przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw



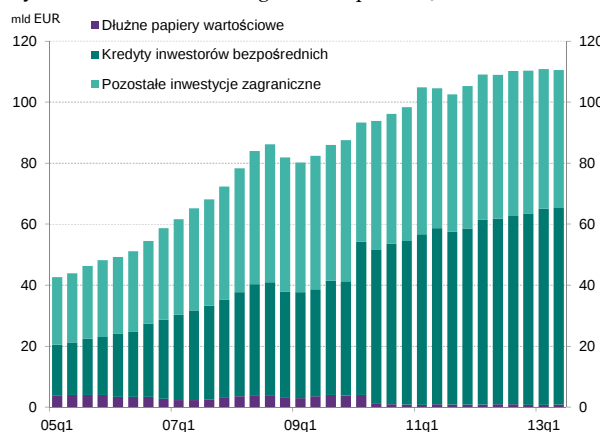
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.44 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.45 Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁴⁴ Zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło w tym okresie jedynie nieznacznie i we wrześniu br. wyniosło 263,0 mld zł.

wzrostu dynamiki kredytu dla tej grupy przedsiębiorstw.

Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw od kilku kwartałów nie zmienia się znacząco (Wykres 2.45)⁴⁵. Niewielkiemu zwiększeniu zaangażowania bezpośrednich inwestorów zagranicznych w instrumenty dłużne przedsiębiorstw towarzyszył brak ożywienia w segmencie kredytów handlowych.

2.6.2 Kredyty dla gospodarstw domowych

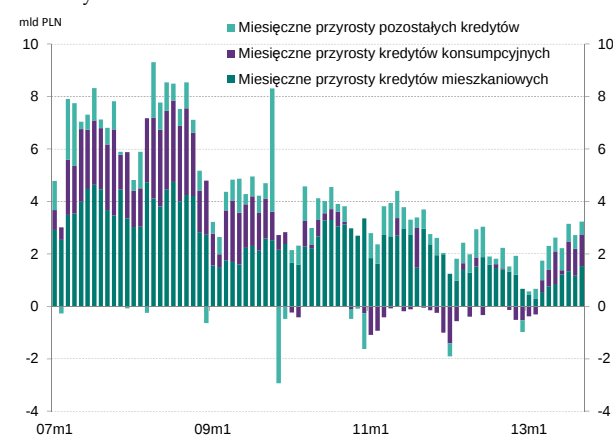
Po okresie słabszego wzrostu w I połowie roku, w III kw. 2013 r. miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych istotnie się zwiększyły, choć wciąż kształtowały się na nieco niższym poziomie niż rok wcześniej (średni miesięczny przyrost wyniósł 1,3 mld zł wobec 1,5 mld zł w III kw. 2012 r.; Wykres 2.47).

Wzrostowi kredytów mieszkaniowych sprzyjało pewne złagodzenie kryteriów ich udzielania przez banki oraz dalsze obniżenie ich oprocentowania (w sierpniu 2013 r. oprocentowanie kredytów mieszkaniowych było o 0,3 pkt proc. niższe niż średnio w II kw. br.; Wykres 2.47). Z kolei brak wyraźnej poprawy sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, zakończenie rządowego programu *Rodzina na swoim*, a także pogorszenie części warunków kredytowych (w tym wzrost marż) hamowały wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe.

Od pierwszych miesięcy 2013 r. następowała stopniowa poprawa sytuacji w segmencie kredytów konsumpcyjnych, których stan zwiększył się drugi kwartał z rzędu (średni miesięczny przyrost w III kw. wyniósł 1,1 mld zł wobec 0,1 mld w III kw. 2012 r.; Wykres 2.48).

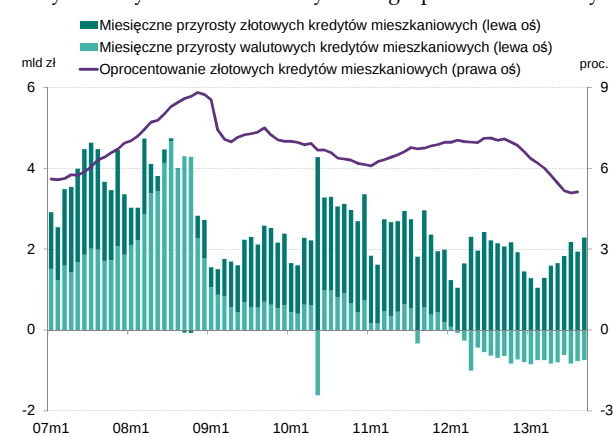
Do ożywienia dynamiki kredytów konsumpcyjnych przyczyniło się istotne złagodzenie polityki kredytowej banków w tym segmencie rynku, związane z zastosowaniem zapisów

Wykres 2.46 Struktura przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych



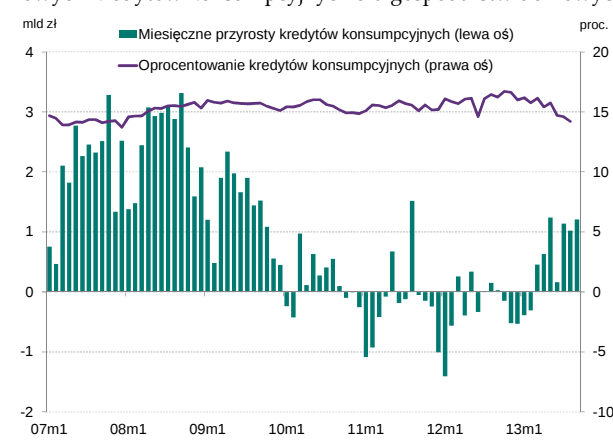
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.47 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.48 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

⁴⁵ W II kw. 2013 r. całkowite zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw wyniosło 110,6 mld EUR.

znowelizowanej Rekomendacji T. W szczególności obniżenie marż przełożyło się, w połączeniu z obniżkami stóp procentowych NBP, na pewne obniżenie kosztu kredytu, co pozytywnie wpłynęło na popyt na kredyt ze strony gospodarstw domowych (w sierpniu 2013 r. oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych było o 1,1 pkt proc. niższe niż średnio w II kw. br.; Wykres 2.48).

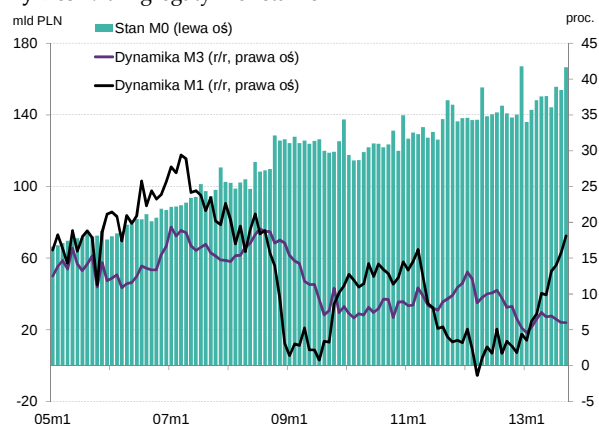
2.6.3 Depozyty i agregaty monetarne

W III kw. 2013 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza utrzymało się na dosyć niskim poziomie, natomiast nadal silnie rosła dynamika agregatu M1. Zwiększenie się dynamiki M1 było związane ze zmianą struktury terminowej aktywów gospodarstw domowych, w szczególności ze wzrostem pieniądza gotówkowego w obiegu oraz z przesunięciem środków z lokat terminowych na rachunki bieżące (Wykres 2.49).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* stan depozytów firm nie zmienił się znacząco, co można wiązać z wciąż niskim wzrostem aktywności gospodarczej (Wykres 2.50)⁴⁶.

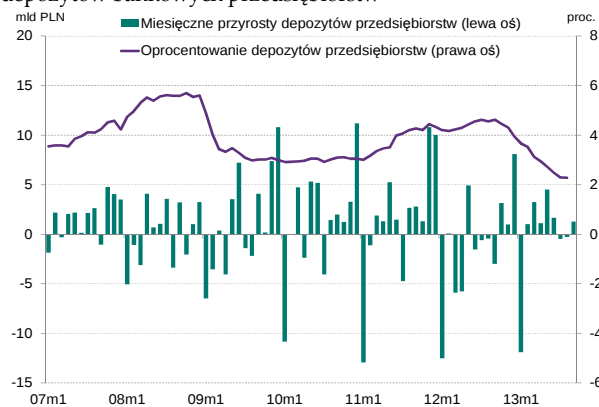
Również stan depozytów gospodarstw domowych nie zmienił się istotnie w ostatnim okresie⁴⁷. Jednocześnie nadal wyraźnie widać zmianę preferencji gospodarstw domowych co do terminu lokowania środków w systemie finansowym – maleje stan depozytów terminowych, a rośnie wielkość depozytów bieżących i środków lokowanych w funduszach inwestycyjnych. Do zmiany tej przyczynia się relatywnie niskie oprocentowanie depozytów (Wykres 2.51).

Wykres 2.49 Agregaty monetarne



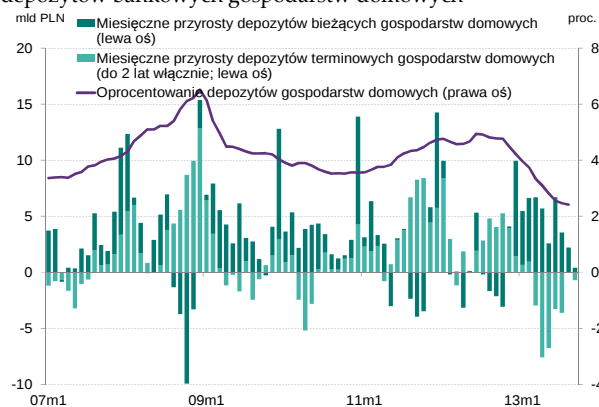
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.50 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie depozytów bankowych przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.51 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie depozytów bankowych gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

⁴⁶ W III kw. br. odnotowano bardzo niewielki wzrost należności przedsiębiorstw – o 0,2 mld zł wobec spadku o 1,3 mld w III kw. 2012 r. We wrześniu 2013 r. stan depozytów przedsiębiorstw wyniósł 188,8 mld zł.

⁴⁷ W III kw. br. przyrosty miesięczne depozytów gospodarstw domowych były niższe niż w ub. r. i wyniosły średnio 0,6 mld zł wobec 2,6 mld zł w III kw. 2012 r. We wrześniu 2013 r. stan depozytów gospodarstw domowych wyniósł 530,8 mld zł. Depozyty mają największy udział w strukturze aktywów gospodarstw domowych (63%). Łączna wartość aktywów gospodarstw domowych zwiększyła się w sierpniu 2013 r. do 857,4 mld zł.

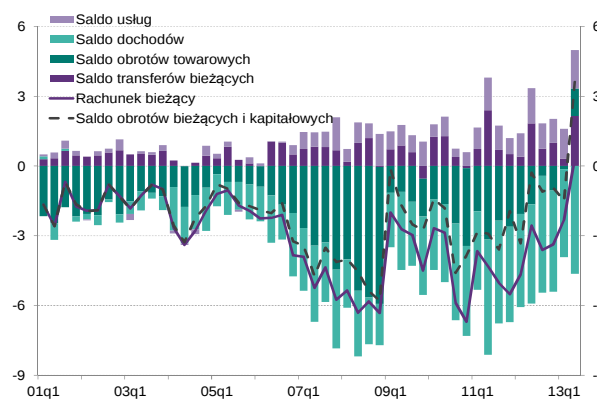
2.7 Bilans płatniczy

W II kw. br. po raz pierwszy od 2000 r. (tj. od publikacji kwartalnych danych o bilansie płatniczym na bazie transakcji) saldo na rachunku obrotów bieżących było dodatnie i wyniosło 0,4 mld EUR, do czego przyczyniła się nadwyżka w obrotach towarowych, wynikająca z dalszego spadku importu i umiarkowanego wzrostu eksportu towarów (por. rozdz. 2.2.4. *Eksport i import*; Wykres 2.52).⁴⁸ Jednocześnie w II kw. wzrosła nadwyżka na rachunku obrotów kapitałowych wobec II kw. ub.r. i po raz pierwszy od 2004 r. pojawił się deficyt na rachunku finansowym⁴⁹.

W kierunku poprawy salda na rachunku bieżącym oddziaływał – oprócz dodatniego salda obrotów towarowych – wzrost nadwyżki w bilansie usług i transferów bieżących. Jednocześnie wzrósł deficyt na rachunku dochodów. Utrzymujący się wysoki deficyt dochodów wynika przede wszystkim z wysokich dochodów bezpośrednich inwestorów zagranicznych, związanych z dobrymi wynikami finansowymi polskich przedsiębiorstw w II kw. br.

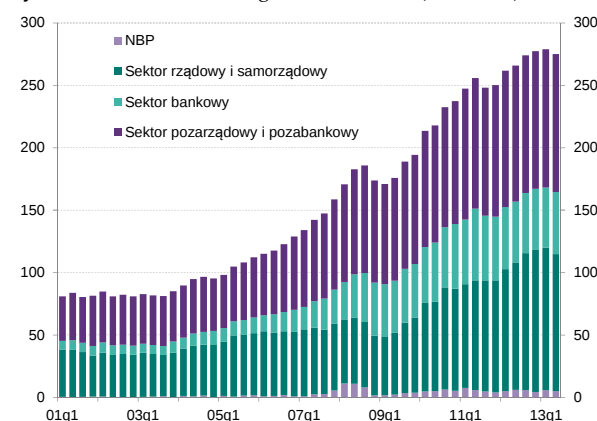
Wzrost nadwyżki obrotów kapitałowych był związany ze wzrostem napływu funduszy z Unii Europejskiej o charakterze inwestycyjnym. Natomiast deficyt na rachunku finansowym (0,8 mld EUR wobec nadwyżki 3,6 mld EUR w II kw. 2012 r.) wynikał przede wszystkim z odpływu kapitału portfelowego z rynku krajowych obligacji skarbowych po ich wcześniejszym silnym napływie oraz realizacji zysków przez część inwestorów zagranicznych. W ramach zagranicznych inwestycji bezpośrednich miał także miejsce odpływ kapitału związany z jednostkową transakcją wycofania się inwestora z podmiotu specjalnego przeznaczenia.

Wykres 2.52 Saldo obrotów bieżących (mld EUR)



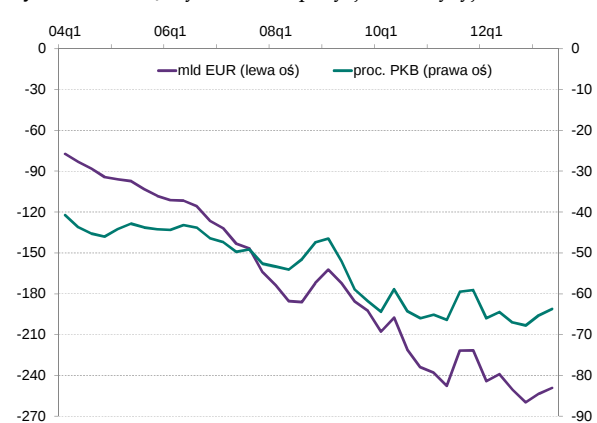
Źródło: Dane i szacunki NBP.

Wykres 2.53 Zadłużenie zagraniczne Polski (mld EUR)



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.54 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski



Źródło: Dane NBP.

⁴⁸ Zgodnie z miesięcznymi szacunkami bilansu płatniczego NBP, saldo obrotów bieżących w lipcu i sierpniu br. było ujemne i wyniosło odpowiednio -0,5 mld EUR oraz -0,7 mld EUR (wobec -1,9 mld EUR i -0,5 mld EUR w lipcu i sierpniu 2012 r.).

⁴⁹ Zgodnie z miesięcznymi szacunkami bilansu płatniczego NBP nadwyżka na rachunku kapitałowym rosła również w lipcu i sierpniu br. (wobec analogicznego okresu w 2012 r.). Natomiast na rachunku finansowym w lipcu i sierpniu br. zanotowano nadwyżkę.

2. Gospodarka krajowa

Konsekwencją dodatniego salda na rachunku obrotów bieżących w II kw. 2013 r. była wyraźna poprawa wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski, a w szczególności wzrost relacji salda obrotów bieżących oraz obrotów bieżących i kapitałowych do PKB (Tabela 2.5).

Tabela 2.5. Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (4 kwartały krocząco)

	2008	2009	2010	2011	2012				2013	
					q1	q2	q3	q4	q1	q2
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-6,6	-3,9	-5,1	-5,0	-5,3	-4,8	-4,4	-3,7	-3,1	-2,3
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w %)	-5,4	-2,3	-3,3	-3,0	-3,2	-2,5	-1,8	-1,5	-1,0	0,0
Saldo obrotów towarowych/PKB (w %)	-5,8	-1,7	-2,5	-2,7	-2,8	-2,4	-1,8	-1,4	-0,8	-0,1
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	3,3	5,3	5,4	5,2	5,1	5,5	5,6	5,6	5,7	5,6
Zadłużenie zagraniczne/PKB (w %)	48	62	67	67	71	72	74	73	73	70
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/oficjalne aktywa rezerwowe (w %)	106	88	83	73	76	71	69	65	65	70
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)	-48	-62	-66	-59	-66	-65	-67	-68	-65	-64
Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r. plus saldo obrotów bieżących/oficjalne aktywa rezerwowe (w %)*	167	152	123	120	-	146	124	119	117	110

Źródło: Dane NBP.

* Dane dostępne z częstotliwością kwartalną od II kw. 2012 r.

3 Polityka pieniężna w okresie lipiec – listopad 2013 r.

Na posiedzeniu w lipcu 2013 r. Rada obniżyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., do poziomu: 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. Na posiedzeniach we wrześniu, październiku i listopadzie Rada utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w lipcu, wrześniu i październiku 2013 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w listopadzie br. *Opis dyskusji* na listopadowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 21 listopada br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lipca 2013 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.

Odnosząc się do koniunktury za granicą, część członków Rady podkreślała, że mimo iż sytuacja w Stanach Zjednoczonych systematycznie, choć powoli się poprawia (o czym świadczy w szczególności rosnące zatrudnienie), to wzrost gospodarczy na świecie pozostaje niski. W tym kontekście wskazywano, że prawdopodobnemu utrzymaniu się recesji w strefie euro w I półroczu br. towarzyszy dalsze rewidowanie w dół prognoz PKB dla tej gospodarki i odsuwanie w czasie momentu oczekiwanego ożywienia jej wzrostu. Ponadto, część członków Rady zwracała uwagę na oznaki pogorszenia koniunktury w części największych krajów rozwijających się, w tym w Chinach, co również negatywnie oddziałuje na aktywność w strefie euro, a pośrednio także w Polsce. Jednocześnie członkowie Rady podkreślali, że w II połowie 2013 r. oczekiwana jest stopniowa poprawa koniunktury w gospodarce światowej, w tym zakończenie recesji w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że nawet przy

niskim wzroście PKB w strefie euro możliwy jest stosunkowo szybki przyrost polskiego eksportu do tej gospodarki, zwłaszcza jeżeli dynamika aktywności w Niemczech pozostanie istotnie wyższa niż w reszcie strefy euro.

Zwracano uwagę, że w ostatnim okresie sygnały możliwego ograniczenia ekspansji monetarnej przez Rezerwę Federalną spowodowały pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych. Pogorszenie się globalnych nastrojów przyczyniło się do pewnego odpływu kapitału z rynków wschodzących i deprecjacji kursów ich walut. Oceniając wpływ sytuacji na rynkach międzynarodowych na krajowy rynek finansowy, część członków Rady podkreślała, że w porównaniu z innymi krajami wschodzącymi przecena aktywów w Polsce (w tym wzrost rentowności obligacji skarbowych i deprecjacja kursu złotego) była ograniczona. Zdaniem tych członków Rady może to świadczyć o pozytywnym postrzeganiu przez inwestorów fundamentów polskiej gospodarki. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że można liczyć się z ryzykiem ponownego wzrostu niepewności na rynkach finansowych krajów wschodzących, w tym w Polsce. Zwracali też oni uwagę na odpływ kapitału portfelowego z Polski w związku ze spadkiem

relatywnej atrakcyjności inwestowania w polskie obligacje skarbowe.

Odnosząc się do lipcowej projekcji NBP, część członków Rady podkreślała, że ścieżki centralne PKB i inflacji w Polsce kształtują się w niej na nieco niższych poziomach niż w projekcji marcowej, co dotyczy jednak przede wszystkim najbliższych kwartałów. W średnim okresie obie projekcje są bardzo zbliżone i wskazują na stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz powolny wzrost inflacji.

Analizując bieżącą sytuację gospodarczą w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę na sygnały wciąż słabej koniunktury w kraju, w tym ponowne obniżenie się w maju br. produkcji przemysłowej oraz pogłębienie spadku produkcji budowlano-montażowej, a także wciąż niski wzrost sprzedaży detalicznej. Członkowie ci zwracali uwagę, że wskaźniki koniunktury nie wskazują jednoznacznie na kierunek zmian aktywności gospodarczej, a nadal niski poziom przyrostu kredytu dla sektora prywatnego sygnalizuje, że możliwe ożywienie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach będzie raczej stopniowe i umiarkowane.

Część członków Rady argumentowała, że istotne obniżenie stóp procentowych NBP, dokonane od listopada 2012 r., oddziałuje w kierunku ożywienia krajowej aktywności gospodarczej, choć nie jest ono czynnikiem, który mógłby całkowicie zrównoważyć negatywne oddziaływanie uwarunkowań zewnętrznych, zacieśnienia fiskalnego oraz pogorszonych nastrojów podmiotów na krajowy wzrost PKB. Zdaniem tych członków Rady, hamując na wzrost gospodarczy działają w szczególności obawy przed przedłużaniem się recesji lub stagnacji w strefie euro, które skłaniają firmy do wstrzymywania się z podejmowaniem inwestycji. W takiej sytuacji, jeśli perspektywy popytu przestaną się pogarszać i przedsiębiorcy zaczną oczekiwać poprawy

koniunktury w kolejnych kwartałach, niższy koszt finansowania może stanowić istotny czynnik zachęcający ich do inwestowania. Zdaniem niektórych członków Rady, o możliwym ożywieniu inwestycji w najbliższym okresie świadczą w szczególności rosnące wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz pewien wzrost wartości kosztorysowej noworozpoczynanych inwestycji. Niskie stopy procentowe wspierają także konsumpcję, w szczególności poprzez obniżenie obciążenia gospodarstw domowych spłatą zaciągniętych kredytów złotych.

W ocenie części członków Rady, w dłuższej perspektywie wsparciem dla popytu krajowego może być także rozpoczęcie realizacji nowej perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020. Jednocześnie wraz z oczekiwanym ożywieniem konsumpcji zmniejszy się wkład eksportu netto do wzrostu PKB. Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę na niepewność dotyczącą skali dalszego zacieśnienia polityki fiskalnej, które może okazać się istotnie mniejsze od obecnie deklarowanego.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, zwracano uwagę na zmniejszenie się spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w maju 2013 r. w ujęciu rocznym, choć podkreślano, że obecnie trudno ocenić trwałość zmian w tym zakresie. Jednocześnie wskazywano, że bezrobocie kształtuje się wciąż na stosunkowo wysokim poziomie, co sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki wynagrodzeń.

Omawiając kształtowanie się inflacji w Polsce, zwracano uwagę na jej dalsze obniżenie się – do poziomu 0,5% w maju br., tj. istotnie poniżej celu inflacyjnego NBP określonego na poziomie 2,5%. Część członków Rady podkreślała przy tym, że dostępne prognozy wskazują na możliwość utrzymania się inflacji w najbliższych miesiącach na bardzo niskim poziomie. Członkowie ci argumentowali, że również w kolejnych

kwartałach inflacja może pozostać wyraźnie poniżej celu. Ich zdaniem świadczy o tym pogłębienie się spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz niski wzrost płac, wskazujące na brak presji kosztowej w gospodarce oraz stagnacja konsumpcji w I kw. i jedynie nieznaczny wzrost sprzedaży detalicznej w II kw., sygnalizujące brak presji popytowej.

Analizując lipcową projekcję inflacji, część członków Rady podkreślała, że stopniowe przyspieszanie wzrostu gospodarczego oraz prawdopodobne utrzymanie się do końca horyzontu prognozy ujemnej luki popytowej będą czynnikiem ograniczającym wzrost cen w kolejnych kwartałach. Również niska dynamika jednostkowych kosztów pracy oraz oczekiwana – w warunkach słabego globalnego popytu – stabilizacja cen surowców na rynkach światowych powinny oddziaływać w kierunku niskiej inflacji. Oznacza to, zdaniem tych członków Rady, że powrót inflacji do celu będzie następował stopniowo. Natomiast inni członkowie Rady wskazywali, że wedle lipcowej projekcji dynamiki cen żywności i energii, w tym ropy naftowej, oraz dynamika płac mają się utrzymać na niższym poziomie niż odnotowywany w przeszłości, a kurs złotego ma być nieco mocniejszy od obecnie obserwowanego. Zdaniem tych członków Rady, jeżeli te wielkości będą się kształtować w sposób bardziej zbliżony do dotychczas obserwowanego, prawdopodobny jest szybszy wzrost inflacji niż wskazuje na to projekcja lipcowa. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady podkreślali, że część dostępnych prognoz, w tym prognozy analityków sektora finansowego, sygnalizuje możliwość powrotu inflacji do celu już w 2014 r. Członkowie ci podkreślali także, że bieżące szacunki luki popytowej, jako zmiennej nieobserwowalnej, zawsze są obarczone niepewnością. W ocenie tych członków Rady luka popytowa może być mniej ujemna niż wskazuje lipcowa projekcja.

Dyskutując na temat decyzji dotyczącej polityki pieniężnej, część członków Rady uznała, że stopy procentowe znajdują się na bardzo niskim poziomie, a ich dalsze obniżanie może zniechęcać gospodarstwa domowe do utrzymywania środków na rachunkach bankowych. Niektórzy członkowie Rady podkreślali także, że nadmierne obniżenie stóp procentowych stwarza zachętę do podejmowania zwiększonego ryzyka, w tym realizacji przedsięwzięć o niskiej efektywności, które ostatecznie mogą okazać się nierentowne, a także prowadzi do zmiany struktury działalności kredytowej sektora bankowego (zwiększenie roli kredytu hipotecznego przy ograniczeniu kredytowania firm). Zdaniem tych członków Rady, uzasadnione byłoby więc utrzymanie stóp na niezmiennym poziomie.

Większość członków Rady oceniała jednak, że przedłużające się spowolnienie gospodarcze oraz brak presji inflacyjnej, a także perspektywy gospodarki w średnim okresie, w tym kształt lipcowej projekcji inflacji i PKB, przemawiają za obniżeniem stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. Zwiększenie skali złagodzenia polityki pieniężnej będzie wspierać oczekiwane ożywienie koniunktury i powrót inflacji do celu.

Większość członków Rady zgodziła się, że decyzja o obniżce podjęta w lipcu powinna stanowić zakończenie cyklu złagodzenia polityki pieniężnej, rozpoczętego w listopadzie 2012 r. Członkowie Rady wskazywali, że oczekiwane w II połowie roku stopniowe ożywienie popytu powinno przełożyć się na nieco wyższy wzrost gospodarczy. Jednak w ich opinii, biorąc pod uwagę utrzymywanie się ujemnej luki popytowej, inflacja może pozostać na bardzo niskim poziomie jeszcze przez kilka kwartałów. Zdaniem tych członków Rady, aktywność gospodarcza powinna jednak systematycznie rosnąć, co – w połączeniu z efektami znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej NBP – będzie sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. W ocenie

większości członków Rady obecny poziom stóp procentowych wraz z lipcową obniżką, będzie wspierał ożywienie gospodarcze oraz powrót inflacji do celu, a jednocześnie ograniczy ryzyko negatywnych skutków nadmiernego obniżenia stóp procentowych dla systemu finansowego i gospodarki. Ponadto, członkowie ci wskazywali, że zasygnalizowanie końca cyklu obniżek będzie sprzyjać zmniejszeniu niepewności dotyczącej parametrów polityki pieniężnej w przeszłości.

Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że Rada powinna powstrzymać się od deklarowania prawdopodobnego kształtu dalszej polityki pieniężnej. Wskazywali oni bowiem, że obecnie trudno ocenić wpływ planowanych przez Rząd zmian dotyczących wydatków i dochodów sektora finansów publicznych na kształtowanie się aktywności gospodarczej i inflacji w Polsce. Za powstrzymaniem się od deklarowania prawdopodobnego kształtu dalszej polityki pieniężnej przemawiało również – zdaniem tych członków Rady – utrzymywanie się niepewności co do reakcji rynków finansowych na sygnały ograniczania ekspansji monetarnej w Stanach Zjednoczonych oraz na ocenę reform gospodarczych i instytucjonalnych w strefie euro.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc. do poziomu: 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 4 września 2013 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.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, członkowie Rady zwracali uwagę z jednej strony na stopniową poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, a z drugiej strony na pewne osłabienie aktywności w największych gospodarkach wschodzących. Niektórzy członkowie Rady byli przy tym zdania, że przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego na świecie może być w przyszłości wspierane przede wszystkim przez ożywienie w gospodarkach rozwiniętych, ponieważ bez przeprowadzenia reform instytucjonalnych wiele gospodarek wschodzących nie będzie mogło rozwijać się w tempie obserwowanym dotychczas. Inni członkowie Rady argumentowali natomiast, że czynnikiem wspierającym wzrost PKB w takich krajach jak Chiny jeszcze przez dłuższy okres pozostaną niskie – w relacji do produktywności – koszty pracy.

W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych podkreślano, że tempo wzrostu PKB w tej gospodarce w II kw. 2013 r. przyspieszyło, a napływające dane miesięczne za III kw. wskazują na dalszą poprawę nastrojów przedsiębiorców oraz spadek stopy bezrobocia, co powinno wspierać ożywienie także w II połowie roku. Zwracano uwagę, że prognozy wskazują na dalsze nieznaczne przyspieszenie dynamiki PKB w gospodarce amerykańskiej w 2014 r. W opinii części członków Rady ryzykiem dla ożywienia w Stanach Zjednoczonych jest jednak oczekiwane wycofywanie się Rezerwy Federalnej z programów luzowania ilościowego, co poprzez wzrost oprocentowania kredytów hipotecznych może zahamować poprawę sytuacji na rynku nieruchomości.

Omawiając stan koniunktury w strefie euro podkreślano, że dynamika PKB w tej gospodarce, choć w ujęciu rocznym pozostała ujemna, to w ujęciu kwartalnym w II kw. 2013 r. wzrosła. Zwracano uwagę zwłaszcza na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Niemczech, będących

głównym partnerem handlowym Polski, a także dalsze wyhamowywanie spadku PKB we Włoszech i Hiszpanii. Wskazywano również na kontynuację poprawy wskaźników koniunktury w strefie euro w III kw., która sygnalizuje dalsze ożywienie aktywności w tej gospodarce. Niektórzy członkowie Rady podkreślali ponadto na zmniejszanie skali nierównowagi zewnętrznej części krajów strefy euro, jako na czynnik pozytywnie oddziałujący na perspektywy gospodarcze tego obszaru. Część członków Rady oceniała jednak, że ożywienie w strefie euro w kolejnych kwartałach będzie najprawdopodobniej następować stopniowo, a dynamika PKB pozostanie wyraźnie niższa niż w Stanach Zjednoczonych. Czynnikiem, które – zdaniem tych członków Rady – będą negatywnie oddziaływać na wzrost gospodarczy w niektórych krajach strefy euro są przede wszystkim wciąż wysokie zadłużenie sektora publicznego i prywatnego, niska konkurencyjność gospodarki, wysoka stopa bezrobocia, a także restrykcyjna polityka kredytowa banków komercyjnych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że dodatkowym ryzykiem dla ożywienia w części krajów strefy euro jest wciąż nie w pełni zrestrukturyzowany sektor bankowy.

Część członków Rady podkreślała, że w ostatnim okresie wzrosły ceny ropy naftowej na rynkach globalnych, co może oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji na świecie. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że obserwowany ostatnio wzrost cen ropy związany jest z napięciami politycznymi wynikającymi z wojny domowej w Syrii, natomiast spowolnienie wzrostu globalnego popytu, związane w szczególności ze słabszym wzrostem aktywności w największych gospodarkach wschodzących, oddziałuje w kierunku spadku cen tego surowca. W efekcie – zdaniem tych członków Rady – wzrost cen ropy może okazać się zjawiskiem przejściowym. Z kolei niektórzy członkowie Rady wskazywali, że w

kierunku wzrostu cen surowców może oddziaływać pewne ożywienie aktywności w gospodarkach rozwiniętych.

W kontekście oceny sytuacji gospodarczej na świecie członkowie Rady podkreślali także, że w ostatnich miesiącach zapowiedź Rezerwy Federalnej dotycząca ograniczenia skali luzowania ilościowego przyczyniła się do odpływu kapitału z gospodarek wschodzących oraz znacznej deprecjacji kursów walut większości z nich. Oceniano, że wycofywanie się Rezerwy Federalnej z luzowania ilościowego najprawdopodobniej pozostanie źródłem napięć na światowych rynkach finansowych także w kolejnych kwartałach.

Analizując wpływ napięć na światowych rynkach finansowych na gospodarkę Polski, członkowie Rady zauważali, że rentowności polskich obligacji w ostatnim okresie istotnie wzrosły, co jednak nastąpiło po ich wcześniejszym znacznym obniżeniu, przy jednoczesnej zmianie struktury zaangażowania nierezydentów. Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że wciąż utrzymuje się istotne – w ich opinii – ryzyko wystąpienia wstrząsów w gospodarce światowej, które mogą wpływać na zmiany rentowności polskich obligacji. W tym kontekście wskazywano jednak, że potrzeby pożyczkowe budżetu państwa na 2013 r. zostały już w większości zrealizowane, co ogranicza wpływ wyższych rentowności obligacji na rynku wtórnym na koszty obsługi długu. Część członków Rady twierdziła także, że wzrost rentowności na rynku wtórnym nie musi się w całości przełożyć na wzrost rentowności na rynku pierwotnym.

Jednocześnie podkreślano, że wzrost napięć na światowych rynkach finansowych nie przyczynił się do znacznej – w porównaniu z kursami walut innych gospodarek wschodzących – deprecjacji kursu złotego. W opinii członków Rady związane było to w szczególności z brakiem znaczących

nierównowag w polskiej gospodarce, w tym z korzystnym kształtowaniem się salda obrotów bieżących.

Odnosząc się do sytuacji w sferze realnej polskiej gospodarki członkowie Rady wskazywali, że w II kw. br. dynamika PKB nieco przyspieszyła, co wynikało jednak ze zwiększenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, przy pogłębieniu spadku popytu krajowego. Zwracano uwagę, że napływające w ostatnim okresie dane miesięczne sygnalizują kontynuację ożywienia gospodarczego w III kw. Odnosząc się do perspektyw polskiej gospodarki członkowie Rady byli zgodni, że w kolejnych kwartałach koniunktura w gospodarce będzie się dalej poprawiać, choć różnili się w ocenie skali oczekiwanego przyspieszenia gospodarczego. Część członków Rady uważała, że przyspieszenie aktywności będzie powolne, a tempo wzrostu PKB w perspektywie najbliższych kwartałów pozostanie poniżej potencjalnego. Niektórzy członkowie Rady sądzili natomiast, że ożywienie wzrostu gospodarczego będzie relatywnie dynamiczne, a w efekcie ujemna luka popytowa zacznie się stopniowo domykać. Wskazywano jednocześnie, że czynnikiem zwiększającym niepewność dotyczącą dynamiki PKB w 2014 r. jest skala dalszego zacieśnienia fiskalnego.

Członkowie Rady, którzy oczekują umiarkowanego ożywienia koniunktury, zwracali uwagę na pogłębienie spadku inwestycji i stagnację konsumpcji prywatnej w II kw. 2013 r. Część członków Rady wskazywała jednak, że spadek inwestycji jest charakterystyczny dla obecnej fazy cyklu koniunkturalnego. Niektórzy członkowie Rady zauważali ponadto, że negatywnie na wzrost PKB w kolejnych kwartałach może wpłynąć sytuacja sektora bankowego, który odnotowuje – z jednej strony – osłabienie dynamiki depozytów gospodarstw domowych, a – z drugiej strony – wzrost odsetka

kredytów zagrożonych. Zwracali też uwagę na spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw.

Członkowie Rady oczekujący nieco szybszego wzrostu PKB w kolejnych kwartałach zwracali natomiast uwagę na odnotowany w ostatnich miesiącach wzrost dynamiki sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej oraz osłabienie spadku produkcji budowlano-montażowej, a także na sygnały możliwego wzrostu inwestycji w perspektywie kolejnych kwartałów (zwiększenie wartości kosztorysowej oraz liczby noworozpoczynanych inwestycji). Dalszej poprawie koniunktury – zdaniem tych członków Rady – będzie sprzyjać wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw, w tym wzrost ich płynności.

Podczas dyskusji zwracano uwagę na sygnały stabilizacji sytuacji na rynku pracy. W szczególności zauważano, że choć zatrudnienie w gospodarce w II kw. w ujęciu rocznym dalej spadało, to napływające dane z sektora przedsiębiorstw wskazywały już na niewielkie przyrosty zatrudnienia w ujęciu miesięcznym. Niektórzy członkowie Rady twierdzili jednak, że mimo ożywienia gospodarczego nie należy oczekiwać znaczącego przyrostu zatrudnienia, ponieważ w czasie spowolnienia przedsiębiorstwa starały się ograniczać zwolnienia pracowników. Członkowie Rady wskazywali również, że choć dynamika wynagrodzeń w II kw. nieco wzrosła, to – ze względu na równoczesny wzrost wydajności pracy – dynamika jednostkowych kosztów pracy pozostała stabilna. Członkowie Rady podkreślali, że czynnikiem ograniczającym wzrost płac, jest wciąż utrzymywanie się podwyższonej stopy bezrobocia. Niektórzy członkowie Rady argumentowali jednak, że zapowiadane na najbliższe miesiące strajki mogą zwiększać presję na wzrost wynagrodzeń w gospodarce.

Odnosząc się do inflacji, członkowie Rady podkreślali, że pomimo jej istotnego wzrostu w lipcu, wciąż znajduje się ona poniżej dolnej granicy przedziału odchyień od celu inflacyjnego. Równocześnie zwracano uwagę, że wzrost inflacji w lipcu był wynikiem podwyższenia opłat za wywóz nieczystości, zmiany wzorca sezonowości kształtowania się cen ziemniaków i wyższej dynamiki cen paliw, a zatem nie stanowi sygnału pojawienia się presji popytowej.

Większość członków Rady oceniała, że ze względu na brak presji popytowej inflacja w najbliższych kwartałach najprawdopodobniej pozostanie poniżej celu inflacyjnego. Część członków Rady wskazywała przy tym, że w kierunku niższej inflacji w II połowie 2014 r. będzie oddziaływać efekt bazy związany z istotnym wzrostem inflacji w lipcu br. Inni członkowie Rady uważali, że choć inflacja prawdopodobnie pozostanie poniżej celu inflacyjnego, to w kierunku jej wzrostu może oddziaływać obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen ropy naftowej oraz wcześniejsza umiarkowana deprecjacja złotego. Z kolei niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ze względu na możliwość szybszego wzrostu PKB (powyżej tempa wzrostu produktu potencjalnego), w kolejnych kwartałach może pojawić się presja popytowa, która będzie dodatkowym czynnikiem sprzyjającym wzrostowi inflacji.

W kontekście oczekiwanego wzrostu inflacji, niektórzy członkowie Rady podkreślali, że wyższa inflacja oddziałuje w kierunku obniżenia realnych stóp procentowych. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że średniookresowe prognozy inflacyjne ekonomistów i analityków bankowych – pomimo wahań inflacji – pozostają stosunkowo stabilne, co stabilizuje obecnie realną stopę procentową mierzoną ex-ante.

Członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione, a obecna i przewidywana

sytuacja gospodarcza uzasadnia ich utrzymanie na obecnym poziomie do końca roku. W ocenie Rady, w dalszej perspektywie kształtowanie się stóp procentowych będzie uwarunkowane skalą i strukturą ożywienia oraz wynikającym z tego poziomem presji inflacyjnej.

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 2 października 2013 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.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, zwracano uwagę, że wzrost gospodarczy na świecie jest umiarkowany i brak jest wyraźnych sygnałów – zarówno z gospodarek rozwiniętych, jak i rozwijających się – wskazujących na jego istotne przyspieszenie w kolejnych kwartałach.

Członkowie Rady omawiali w szczególności sytuację w Stanach Zjednoczonych, gdzie przed rozpoczęciem nowego roku budżetowego, amerykański Kongres nie przyjął ustawy budżetowej. Zdaniem części członków Rady może to negatywnie wpłynąć na aktywność w amerykańskiej gospodarce, choć inni członkowie Rady oceniali, że wpływ ten będzie prawdopodobnie ograniczony. Trudności z uchwaleniem budżetu w Stanach Zjednoczonych mogą jednak – zdaniem Rady – negatywnie wpłynąć na negocjacje w sprawie podwyższenia limitu zadłużenia w tym kraju, a przez to na nastroje na światowych rynkach finansowych. Jednocześnie wskazywano, że sytuacja budżetowa może być czynnikiem powstrzymującym Rezerwę

Federalną przed ograniczeniem skali łagodzenia ilościowego.

Analizując sytuację w strefie euro, część członków Rady zwracała uwagę, że koniunktura w tej gospodarce jest nieco lepsza niż wcześniej. Podkreślali oni w szczególności, że nieznacznie dodatnia – po raz pierwszy od 6 kwartałów – dynamika PKB w strefie euro w II kw. była związana ze wzrostem popytu zewnętrznego (w szczególności ze Stanów Zjednoczonych i Japonii), z relatywnie stabilną sytuacją na rynkach finansowych strefy euro oraz z poprawą nastrojów konsumentów i producentów. Wskazywano, że wysoki poziom PMI oraz poprawa większości pozostałych wskaźników koniunktury sygnalizują wysokie prawdopodobieństwo utrzymania się dodatniej dynamiki PKB w strefie euro także w III kw. br. Jednocześnie członkowie Rady zauważali, że dynamikę PKB w strefie euro w II kw. podwyższyły czynniki jednorazowe. Ponadto, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że brak perspektyw na wyraźne ożywienie wzrostu gospodarczego w największych gospodarkach wschodzących jest czynnikiem mogącym negatywnie oddziaływać na aktywność gospodarczą w Europie.

Część członków Rady argumentowała, że wobec umiarkowanego ożywienia wzrostu gospodarczego na świecie, prawdopodobnie presja na ceny surowców pozostanie niska. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dodatkowym czynnikiem sprzyjającym obniżeniu cen surowców w kolejnych latach może być zakończenie fazy wysokich cen w długoterminowym cyklu surowcowym. Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę na wzrost w ostatnim okresie obaw przedsiębiorstw co do przyszłego kształtowania się cen surowców. W przypadku gdyby obawy te okazały się słuszne, tj. gdyby ceny surowców rzeczywiście wzrosły, to – ze względu na ich silne przekładanie się na ceny krajowe –

miałoby to istotny wpływ na podwyższenie inflacji w Polsce.

Analizując kształtowanie się koniunktury w Polsce, część członków Rady zwracała uwagę, że ożywienie wzrostu następuje wolniej niż w 2010 r. W znacznym stopniu wynika to z trwale słabszego – w porównaniu z okresem przed globalnym kryzysem finansowym – wzrostu PKB za granicą. Innym czynnikiem ograniczającym aktywność – zdaniem niektórych członków Rady – może być podwyższony poziom bezrobocia. W ich ocenie, bezrobocie jest dodatkowo zwiększane – szczególnie w przypadku osób młodych i niskow kwalifikowanych – przez wzrost płacy minimalnej w Polsce, który jest szybszy od dynamiki przeciętnego wynagrodzenia. Członkowie ci oceniali ponadto, że zarówno trwale niższy wzrost za granicą, jak i niższe zatrudnienie, mogą negatywnie wpłynąć na dynamikę produktu potencjalnego w średnim okresie. Inni członkowie Rady wskazywali natomiast, że płaca minimalna jest w Polsce relatywnie niska w porównaniu z pozostałymi krajami Unii Europejskiej i nie jest to – ich zdaniem – czynnik silnie wpływający na poziom zatrudnienia i bezrobocia w Polsce.

Omawiając bieżący stan koniunktury zwracano uwagę, że część danych dotyczących krajowej aktywności gospodarczej okazała się słabsza od oczekiwań. W szczególności dynamika produkcji przemysłowej i budowlano-mieszkaniowej w sierpniu br. wskazywały na pewne osłabienie pozytywnych tendencji obserwowanych we wcześniejszym okresie – tj. przyspieszania produkcji przemysłowej i wyhamowywania spadku produkcji budowlanej. Jednocześnie podkreślano, że w porównaniu z II kw., w III kw. dynamika PKB w ujęciu rocznym będzie prawdopodobnie wyższa. W szczególności dobre dane o sprzedaży detalicznej oraz poprawiające się wyprzedzające wskaźniki koniunktury, w tym relatywnie wysoki poziom PMI, sygnalizują stopniowe ożywienie wzrostu. Wskazywano także

na sygnały stopniowej poprawy na rynku pracy – w sierpniu miało miejsce nieznacznie obniżenie się stopy bezrobocia rejestrowanego (po wyeliminowaniu czynników sezonowych). Nastąpił też dalszy wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (w ujęciu miesięcznym). Niektórzy członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że poprawa aktywności następuje w wielu sektorach gospodarki, co – ich zdaniem – świadczy o szerokich podstawach ożywienia gospodarczego i jego prawdopodobnej trwałości.

Część członków Rady argumentowała, że mimo stopniowego ożywienia wzrostu, w kolejnych kwartałach utrzyma się ujemna luka popytowa, co oznacza brak wyraźnego zagrożenia dla stabilności cen ze strony czynników krajowych. Równocześnie, członkowie ci – oceniając ryzyko istotnego zwiększenia presji inflacyjnej zza granicy jako niskie – oczekiwali utrzymania się inflacji poniżej celu także w 2014 r. Członkowie Rady wskazywali, że zgodnie z prognozami obejmującymi najbliższe 4 kwartały, inflacja ma pozostać poniżej celu. Również inflacja bazowa w horyzoncie roku ma kształtować się na relatywnie niskim poziomie, tj. poniżej wieloletniej średniej.

Inni członkowie Rady zwracali natomiast uwagę, że obecnie tempo wzrostu produktu potencjalnego może być niższe niż wskazują na to dostępne szacunki, więc domknięcie się ujemnej luki popytowej może nastąpić już w nieodległej perspektywie. Ponadto – ich zdaniem – ze względu na ryzyko podwyższenia inflacji przez czynniki związane z cenami żywności i energii, inflacja bazowa powinna kształtować się niżej niż wskazują obecne prognozy, aby uzasadnione było oczekiwanie, że inflacja CPI utrzyma się w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego. Członkowie ci wskazywali w tym kontekście na pewne podwyższenie w ostatnim okresie oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorców, związane w szczególności z obawami firm przed

ponownym wzrostem cen surowców na rynkach światowych.

Analizując kształtowanie się agregatów monetarnych niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę na zmianę struktury terminowej aktywów gospodarstw domowych, w szczególności na wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu.

Członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione, a obecna i przewidywana sytuacja gospodarcza uzasadnia ich utrzymanie na obecnym poziomie przynajmniej do końca roku. W ocenie Rady, w dalszej perspektywie kształtowanie się stóp procentowych będzie uwarunkowane skalą i strukturą ożywienia oraz wynikającym z tego poziomem presji inflacyjnej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto, że przyszła polityka pieniężna powinna także uwzględniać oczekiwania co do kształtu polityki fiskalnej.

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 5-6 listopada 2013 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.

Aktywność gospodarcza na świecie nadal kształtuje się na umiarkowanym poziomie. W strefie euro w III kw. dynamika PKB utrzymała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do II kw., natomiast w Stanach Zjednoczonych wzrost prawdopodobnie nieznacznie spowolnił. Z kolei w

niektórych największych gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, nadal kształtował się na niskim – jak na te kraje – poziomie. Umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie sprzyja utrzymaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.

Po przejściowym pogorszeniu nastrojów, związanym z niepewnością dotyczącą polityki fiskalnej w Stanach Zjednoczonych, w ostatnim okresie wzrosły ceny niektórych aktywów finansowych oraz umocniły się waluty krajów wschodzących, w tym złoty.

W Polsce, dane dotyczące produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w III kw. wskazują na utrzymywanie się niskiego, lecz stopniowo przyspieszającego, wzrostu gospodarczego. Jednocześnie poprawiające się wyprzedzające wskaźniki koniunktury sygnalizują kontynuację stopniowego ożywienia aktywności w kolejnych kwartałach.

Stopniowej poprawie koniunktury towarzyszy nieznaczny wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach, jednak wciąż jest ono niższe niż rok wcześniej. Stopa bezrobocia kształtuje się natomiast nadal na podwyższonym poziomie, co przyczynia się do utrzymania niskiej dynamiki wynagrodzeń.

Przyrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego pozostaje ograniczony. We wrześniu roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych kształtowała się wciąż na niskim poziomie. Jednocześnie od połowy br. stopniowo przyspiesza dynamika kredytów konsumpcyjnych.

Inflacja CPI we wrześniu obniżyła się do 1,0% r/r, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Towarzyszyły temu stabilizacja lub niewielki spadek miar inflacji bazowej. Utrzymała się ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (w ujęciu rocznym). Kształtowanie się

wskaźników inflacji, a także niski poziom oczekiwań inflacyjnych, potwierdzają utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce.

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 listopadową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 21 października 2013 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,9-1,0% w 2013 r. (wobec 0,6-1,1% w projekcji z lipca 2013 r.), 1,1-2,2% w 2014 r. (wobec 0,4-2,0%) oraz 1,1-2,6% w 2015 r. (wobec 0,7-2,4%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 1,0-1,5% w 2013 r. (wobec 0,5-1,7% w projekcji z lipca 2013 r.), 2,0-3,9% w 2014 r. (wobec 1,2-3,5%) oraz 2,1-4,5% w 2015 r. (wobec 1,6-4,2%).

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. Taką ocenę potwierdza listopadowa projekcja inflacji i PKB.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. W ocenie Rady, obniżenie stóp procentowych w pierwszym półroczu br. oraz utrzymanie ich na niezmiennym poziomie w drugim półroczu br. sprzyja ożywieniu gospodarki krajowej, stopniowemu powrotowi inflacji do celu oraz stabilizacji na rynkach finansowych.

Biorąc pod uwagę bieżące dane statystyczne oraz przedstawioną projekcję PKB i inflacji potwierdzające niską presję inflacyjną

i umiarkowaną skalę oczekiwanego ożywienia Rada ocenia, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmienionym poziomie co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Listopad 2013*.

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 NECMOD⁵⁰. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja listopadowa z modelu NECMOD obejmuje okres od IV kw. 2013 r. do IV kw. 2015 r. – punktem startowym projekcji jest III kw. 2013 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 21 października 2013 r.

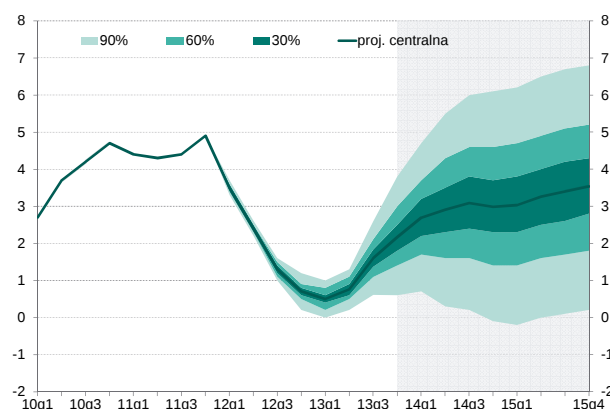
⁵⁰ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

4.1 Synteza

Zgodnie z aktualnym szacunkiem kwartalnych rachunków narodowych, w I kw. 2013 r. gospodarka polska znalazła się w punkcie zwrotnym cyklicznego spowolnienia gospodarczego, co oznacza realizację scenariusza spowolnienia zarysowanego w poprzedniej *Projekcji inflacji i PKB*. Spowolnienie to wynika w dużej mierze z niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych. W 2013 r. gospodarka strefy euro nadal znajdowała się w stanie recesji, do czego przyczyniały się w dalszym ciągu problemy zadłużeniowe i utrata konkurencyjności niektórych krajów strefy.

Obecne tempo wzrostu krajowego PKB jest zbliżone do wielkości z początku 2009 r., przy istotnie płytszej recesji za granicą. Tym razem jednak do obniżenia się wzrostu PKB w Polsce w większym stopniu przyczyniły się inne czynniki, które nie były bezpośrednio związane ze stanem koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki. Jednym z nich było istotne zmniejszenie tempa wzrostu absorpcji funduszy z budżetu UE i powiązanych z nimi inwestycji publicznych w związku z kończącym się w 2015 r. rozliczeniem obecnej perspektywy finansowej UE. W krótkim horyzoncie projekcji oczekiwany jest ponadto negatywny wpływ zacieśnienia polityki fiskalnej na dynamikę wzrostu gospodarczego. W kierunku obniżenia dynamiki popytu krajowego w większym stopniu niż w latach 2008-2009 oddziałuje dynamika konsumpcji, utrzymująca się obecnie na historycznie niskim poziomie, do czego przyczynia się umiarkowany wzrost płac i zmniejszające się zatrudnienie, co obniża dynamikę dochodów do dyspozycji i powoduje wyhamowanie tendencji finansowania konsumpcji kosztem spadku stopy oszczędności.

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)

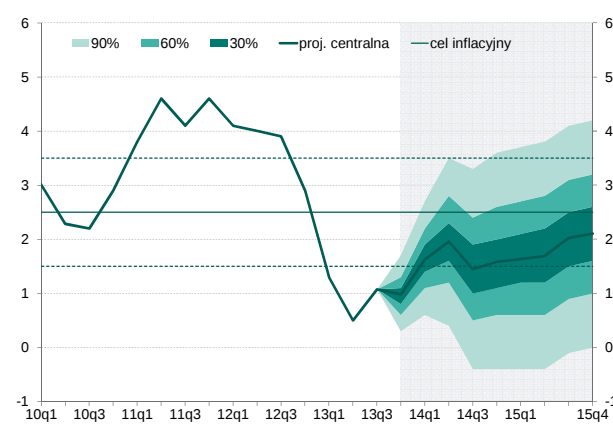


Źródło: NBP (o ile nie zaznaczono inaczej uwaga ta dotyczy wszystkich wykresów i tabel w niniejszym rozdziale).

W efekcie działania wyżej wymienionych czynników, tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w 2013 r. obniży się do 1,3%. W dłuższym horyzoncie projekcji, w ślad za poprawiającą się sytuacją za granicą oraz napływem funduszy z nowo uzgodnionej strategii finansowej UE na lata 2014-2020, dynamika PKB przyspieszy i od początku 2014 r. przewyższy potencjalne tempo wzrostu. W konsekwencji nastąpi stopniowe zmniejszanie się luki popytowej, która jednak, ze względu na jedynie umiarkowaną poprawę koniunktury w strefie euro, w całym horyzoncie projekcji pozostanie ujemna i wyniesie -0,7% potencjalnego PKB w IV kw. 2015 r.

Inflacja w 2013 r. będzie kształtowała się na istotnie niższym poziomie niż w 2012 r. i pomimo stopniowego jej wzrostu w kolejnych latach – pozostanie w całym horyzoncie projekcji poniżej celu NBP (Wykres 4.2). Niski poziom inflacji w krótkim horyzoncie projekcji jest wypadkową czynników o charakterze regulacyjnym (obniżka cen gazu, bliski zera wzrost cen energii elektrycznej) oraz osłabienia krajowego wzrostu gospodarczego, które – zmniejszając presję popytową – obniża tempo wzrostu płac i w konsekwencji przyczynia się do obniżenia tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy. W średnim i dłuższym horyzoncie projekcji inflacja wzrośnie⁵¹, pozostając jednak na relatywnie niskim poziomie. Do utrzymania umiarkowanej presji inflacyjnej przyczyni się niski wzrost gospodarczy w kraju, w efekcie którego PKB będzie nadal kształtował się poniżej poziomu potencjalnego. Drugim istotnym czynnikiem determinującym kształtowanie się inflacji, a w szczególności krajowych cen energii i żywności na relatywnie niskim poziomie jest oczekiwany stabilny poziom cen surowców na rynkach światowych, co stanowi konsekwencję prognozowanego niskiego tempa wzrostu globalnego popytu oraz wzrostu podaży ropy

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



⁵¹ Poza czynnikami wymienionymi w *Syntezie*, od III kw. 2013 r. do II kw. 2014 r. na inflację CPI w ujęciu rocznym oddziaływać będzie przejściowo wzrost opłat za wywóz śmieci oraz wzrost cen żywności, co tłumaczy jej spadek w III kw. 2014 r.

naftowej i gazu ziemnego w Stanach Zjednoczonych.

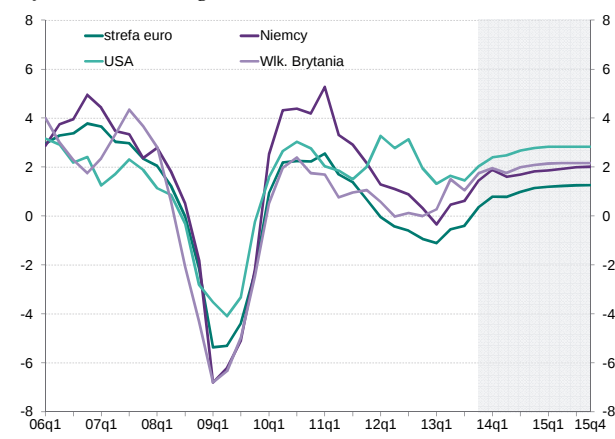
Głównym źródłem niepewności dla prognozy inflacji i PKB jest rozwój sytuacji w strefie euro i powiązane z tym kształtowanie się kursu złotego. Ocenia się, że równie prawdopodobne jest przedłużenie się okresu spowolnienia tempa wzrostu w strefie euro, jak i jego przyspieszenie w stosunku do tempa założonego w scenariuszu centralnym projekcji. W konsekwencji zarówno w przypadku PKB, jak i inflacji ryzyko ukształtowania się tych zmiennych powyżej i poniżej ścieżki centralnej jest zbliżone, co znajduje odzwierciedlenie w wykresie wachlarzowym dla obu wymienionych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

4.2 Otoczenie zewnętrzne

W bieżącej rundzie prognostycznej założenia dotyczące wzrostu gospodarczego za granicą⁵² w 2013 r. zostały zrewidowane w górę ze względu na wyższy od oczekiwań wzrost globalnego PKB w II kw. br. Podwyższono także nieznacznie prognozy na lata 2014-2015, przy czym oczekiwania dotyczące wzrostu za granicą nadal kształtują się na stosunkowo niskim poziomie w całym horyzoncie projekcji (średnio 1,0% r/r).

Poza rewizją prognozy na 2013 r. wynikającą z publikacji lepszych od oczekiwań danych za II kw. br., scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej w strefie euro nie zmienił się w porównaniu z poprzednią projekcją. Mimo poprawy wskaźników koniunktury, wzrost gospodarczy w tej grupie krajów nadal jest hamowany przez efekty zacieśnienia fiskalnego, utrzymującą się niekorzystną sytuację na rynku pracy oraz kontynuację procesu oddłużania się sektora prywatnego (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza*

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)



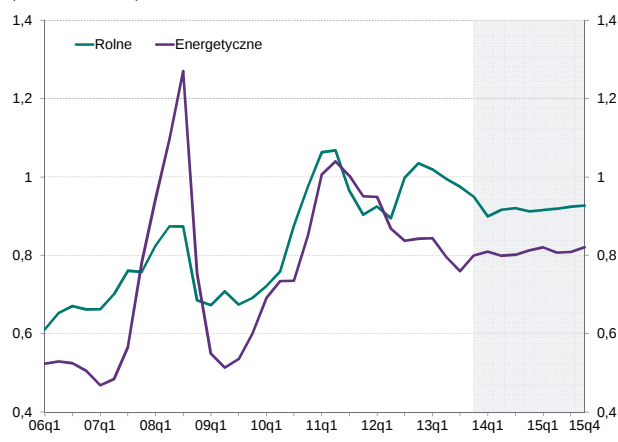
⁵² W modelu NECMOD otoczenie zagraniczne reprezentowane jest przez strefę euro, Wielką Brytanię oraz Stany Zjednoczone.

na świecie). W kierunku niskiego wzrostu oddziałują również problemy w dostępie do kredytu przez przedsiębiorstwa w części krajów strefy oraz utrzymujące się w ich gospodarkach relatywnie wyższe rynkowe stopy procentowe (między innymi w wyniku wyższych premii za ryzyko zawartych w oprocentowaniu obligacji skarbowych). Ze względu na powyższe przesłanki, bieżąca projekcja zakłada, że dynamika wzrostu w strefie euro w 2013 r. pozostanie ujemna, a pozytywny, choć nadal niski wzrost gospodarczy oczekiwany jest dopiero w 2014 r. wraz z tym, jak będzie wygasał negatywny wpływ zacieśnienia fiskalnego i następowało będzie dalsze ożywienie w gospodarce globalnej (Wykres 4.1).

Korzystniej niż w przypadku strefy euro kształtują się prognozy dla gospodarki amerykańskiej, gdzie w latach 2013-2015 oczekuje się wzrostu PKB na poziomie średnio 2,3% r/r. Na relatywnie lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych wskazuje obniżająca się stopa bezrobocia, przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej oraz poprawiająca się – pomimo pewnych fluktuacji – sytuacja na rynku nieruchomości (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*).

Indeks cen surowców energetycznych (Wykres 4.4) stabilizuje się w horyzoncie projekcji na poziomie niższym niż oczekiwano w poprzedniej rundzie progностycznej. Wynika to głównie z rewizji w dół prognoz poziomu cen węgla, ze względu na słabszy popyt na ten surowiec. Umiarkowane tempo wzrostu w gospodarce światowej będzie, w horyzoncie projekcji, ograniczać wzrost indeksu cen surowców energetycznych. Na spadek cen ropy naftowej wpłynie dodatkowo wzrost podaży tego surowca spowodowany rosnącym wydobywaniem ropy z łupków w Stanach Zjednoczonych (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowcowe*).

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



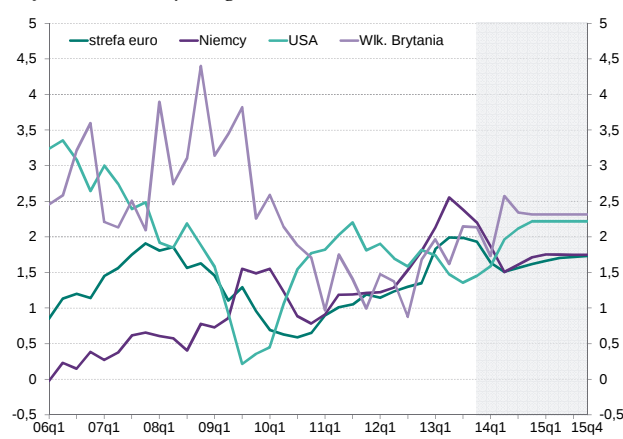
Także indeks cen surowców rolnych kształtuje się w bieżącej projekcji poniżej oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej. Na obniżenie poziomu indeksu w horyzoncie projekcji wpłynęły silniejsze od zakładanych w projekcji lipcowej spadki cen niektórych produktów rolnych, zwłaszcza zbóż i roślin oleistych, do czego przyczyniły się korzystnie zarówno bieżące jak i oczekiwane w perspektywie najbliższych miesięcy warunki agrometeorologiczne. Biorąc pod uwagę umiarkowaną presję popytową na świecie oraz przyjmując założenie, że warunki agrometeorologiczne będą zbliżone do wieloletniej średniej, zakładamy, że horyzoncie prognozy nastąpi jedynie niewielki wzrost cen surowców rolnych, po czym pozostaną stabilne (Wykres 4.4).

Umiarkowane ożywienie koniunktury za granicą oraz względnie stabilne ceny surowców w horyzoncie projekcji powinny sprzyjać utrzymywaniu się niskiej inflacji w strefie euro i USA (Wykres 4.5).

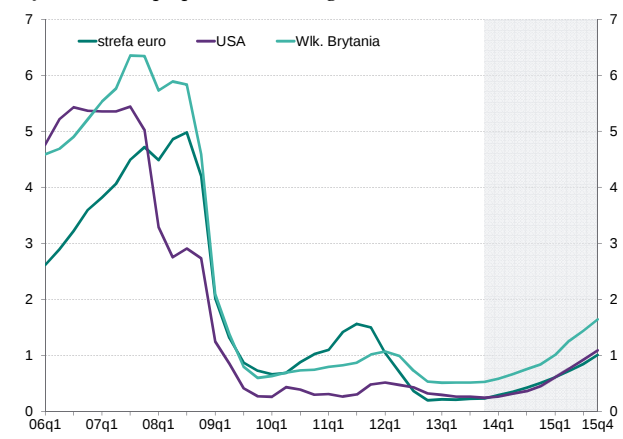
Scenariusz progностyczny zakłada, że w najbliższych kwartałach EBC będzie utrzymywał dotychczasowy poziom stóp procentowych z możliwością ich podwyżek dopiero w 2015 r. (Wykres 4.6). Również w odniesieniu do polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych oczekuje się, że pozostanie ona akomodacyjna, a stopy procentowe pozostaną do końca 2014 r. na niezmiennym poziomie (por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*).

Perspektywa niższego, niż w Stanach Zjednoczonych, wzrostu gospodarczego w strefie euro wskazuje na możliwość osłabienia kursu euro wobec dolara amerykańskiego do poziomu 1,26 w 2014 r., a następnie, wraz z poprawą sytuacji w strefie euro, na nieznaczne jego umocnienie.

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



Wykres 4.6 Stopa procentowa za granicą (%)



4.3 Gospodarka polska w latach 2013-2015

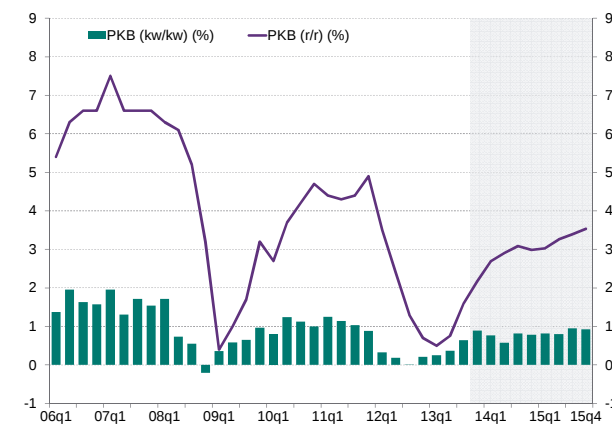
Popyt zagregowany

Po okresie wyraźnego spowolnienia gospodarczego w Polsce na przełomie 2012 i 2013 r., dane cząstkowe za III kw. 2013 r. (m.in. o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej) wskazują na jedynie umiarkowany wzrost dynamiki PKB. W konsekwencji tempo wzrostu gospodarczego w 2013 r. ukształtuje się na poziomie 1,3% r/r, a więc będzie ono najniższe od 2001 r. W latach 2014-2015 oczekiwana jest stopniowa poprawa koniunktury, ze średnią dynamiką PKB równą 3,1% r/r.

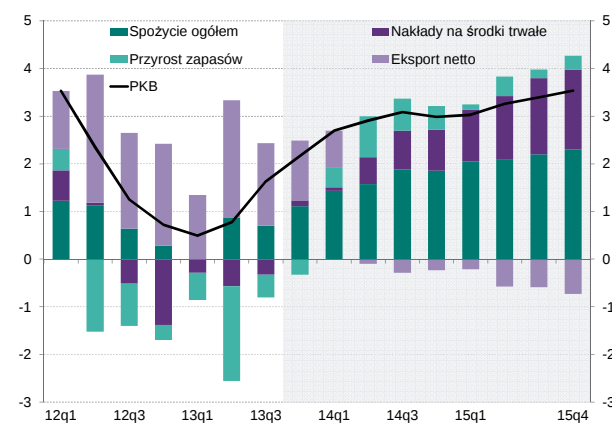
Głównymi czynnikami odpowiadającymi za niską dynamikę PKB w bieżącym roku są: ograniczenie wydatków konsumpcyjnych przez gospodarstwa domowe, spowodowane trudną sytuacją na rynku pracy i stopniowym odbudowywaniem ich oszczędności, zacieśnienie polityki fiskalnej, spadek inwestycji publicznych, finansowanych napływem funduszy strukturalnych z UE, oraz niekorzystna koniunktura za granicą, w tym zwłaszcza w strefie euro. Przy ujemnym wkładzie zapasów do wzrostu oraz niskiej dynamice nakładów na środki trwałe przedsiębiorstw, czynnikiem łagodzącym skalę spadku dynamiki PKB w 2013 r. jest wkład eksportu netto, który pomimo obniżenia w stosunku do 2012 r., pozostanie dodatni.

W latach 2014-2015 głównym motorem wyższego wzrostu PKB stanie się popyt krajowy, przy ujemnym od II kw. 2014 r. wkładzie eksportu netto. Rosnącą dynamikę popytu krajowego, w warunkach umiarkowanej tylko poprawy koniunktury za granicą, będzie wspierać wzrost konsumpcji prywatnej i inwestycji przedsiębiorstw oraz odbudowa stanu zapasów. Dodatkowym czynnikiem wspierającym przyspieszenie tempa

Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy.



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

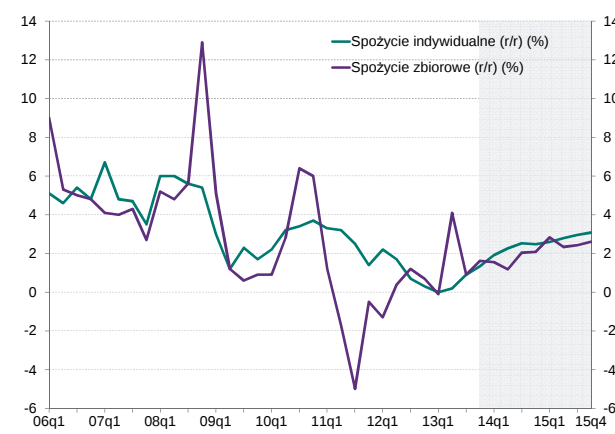


wzrostu PKB będzie napływ funduszy z nowej perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020, w tym zwłaszcza transferów kapitałowych dla sektora finansów publicznych (przeznaczonych na inwestycje publiczne).

W 2013 r. średnioroczna dynamika spożycia indywidualnego pozostaje na poziomie zbliżonym do odnotowanego w 2012 r., a więc istotnie niższym od wieloletniej średniej (Wykres 4.9). Do obniżenia dynamiki konsumpcji przyczynia się niskie tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Na dochody gospodarstw domowych niekorzystnie oddziałuje sytuacja na rynku pracy, odzwierciedlona w niskiej dynamice płac i spadającym zatrudnieniu. Ponadto stopa referencyjna NBP, po serii obniżek rozpoczętych pod koniec 2012 r. kształtuje się obecnie na historycznie niskim poziomie, co pośrednio przyczynia się do spadku dochodów gospodarstw domowych z lokat bankowych i obligacji. W latach 2014-2015 tempo wzrostu spożycia indywidualnego wzrośnie, do czego przyczyni się odwrócenie negatywnych tendencji na rynku pracy. W okresie tym spodziewany jest stopniowy wzrost dynamiki płac przy spadającej stopie bezrobocia. W efekcie tempo wzrostu realnego funduszu płac w 2015 r. wyniesie 3,1% r/r, najwięcej od wybuchu światowego kryzysu finansowego. Istotnym czynnikiem, wspierającym odbudowę popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych, będzie też, towarzysząca poprawie koniunktury, rosnąca dynamika dochodów z pracy na własny rachunek.

W latach 2013-2014 dynamika spożycia zbiorowego pozostanie na niskim poziomie, co wynika z prowadzonych działań konsolidacyjnych sektora finansów publicznych, obejmujących m.in. zamrożenie funduszu płac w sferze budżetowej. W ostatnim roku projekcji dynamika ta wzrośnie w związku z brakiem informacji o kontynuacji tych działań, zgodnie ze stosowaniem zasady uwzględniania w projekcji tylko tych zmian

Wykres 4.9 Spożycie indywidualne i zbiorowe.

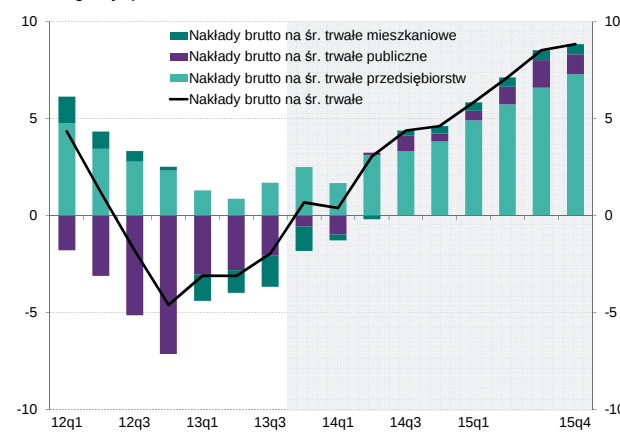


polityki fiskalnej, które wynikają z już przyjętych przez Sejm ustaw lub znajdują się w przyjętym przez rząd projekcie ustawy budżetowej. Dodatkowo w dłuższym horyzoncie projekcji oczekiwane jest zakończenie dostosowań fiskalnych w jednostkach samorządu terytorialnego.

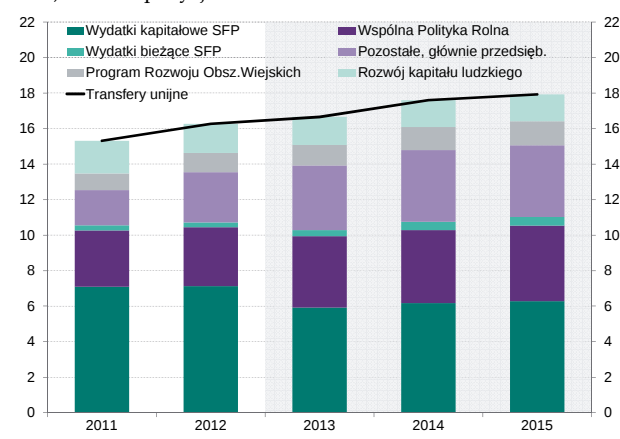
W krótkim horyzoncie projekcji utrzymywać się będzie niska, zbliżona do zera, dynamika nakładów brutto na środki trwałe, na którą złożą się obniżające się inwestycje publiczne (do I kw. 2014 r.) i mieszkaniowe (do II kw. 2014 r.), przy niskim tempie wzrostu inwestycji przedsiębiorstw (Wykres 4.10). W ślad za poprawiającą się koniunkturą gospodarczą, stopniowo zaczną rosnąć inwestycje przedsiębiorstw oraz inwestycje mieszkaniowe. Wzrost odnotują także inwestycje publiczne finansowane środkami z funduszy strukturalnych UE z nowej perspektywy 2014-2020.

Po silnym spadku dynamiki nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw na początku 2013 r., w horyzoncie projekcji oczekuje się stopniowego wzrostu dynamiki tej kategorii. Odbudowę inwestycji przedsiębiorstw wspierać będzie ożywienie gospodarcze w kraju i za granicą oraz utrzymujące się na wysokim poziomie wykorzystanie transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego (Wykres 4.11). Za takim scenariuszem przemawia wzrost w II kw. br. wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji przedsiębiorstw⁵³, pomimo wciąż silnego spowolnienia dynamiki PKB. Prognozowany wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie wspierany przez rosnące inwestycje odtworzeniowe. W wyniku zmniejszenia nakładów na inwestycje przez przedsiębiorstwa po wybuchu światowego kryzysu finansowego, obecne tempo odnawiania majątku, mierzone relacją inwestycji do majątku

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



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



⁵³ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w II kw. 2013 r., NBP.

trwałego, jest najniższe od 2004⁵⁴. Ważnym czynnikiem wspierającym wzrost inwestycji będzie obecny relatywnie wysoki, zbliżony do średniej wieloletniej, poziom wykorzystania mocy produkcyjnych⁵⁵. Jednocześnie relatywnie dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozwala na finansowanie inwestycji ze środków własnych⁵⁶, nawet w sytuacji gdy banki komercyjne zaostrzają kryteria udzielania kredytów długoterminowych dla przedsiębiorstw⁵⁷.

Do I kw. 2014 r. będzie następował dalszy znaczny spadek inwestycji publicznych. Ma to związek ze zmniejszającym się wykorzystaniem w tym okresie funduszy strukturalnych UE przeznaczonych na inwestycje SFP w ramach kończącej się w 2015 r. Narodowej Strategii Spójności 2007-2013 oraz z niską dynamiką wydatków inwestycyjnych samorządów, związaną z działaniem samorządowych reguł fiskalnych. Od II kw. 2014 r. oczekuje się dodatniej dynamiki inwestycji publicznych, wspieranych przez napływ transferów z nowej perspektywy finansowej UE 2014-2020, na co wskazują plany rządowe odzwierciedlone w *Programie Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015*.

Do pierwszej poł. 2014 r. nakłady na inwestycje mieszkaniowe obniżają się, co jest spowodowane spadającym popytem ze strony gospodarstw domowych w wyniku utrzymującej się niekorzystnej koniunktury w kraju i za granicą, co zmniejsza ich skłonność do zaciągania długoterminowych zobowiązań finansowych. Dodatkową barierą dla finansowania inwestycji mieszkaniowych kredytem bankowym są stosunkowo restrykcyjne kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych, które - po ich wcześniejszym zaostrzeniu - zostały złagodzone w III

⁵⁴ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w II kw. 2013 r., NBP.

⁵⁵ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w II kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na III kw. 2013 roku, NBP.

⁵⁶ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w II kw. 2013 r., NBP.

⁵⁷ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, III kwartał 2013, NBP

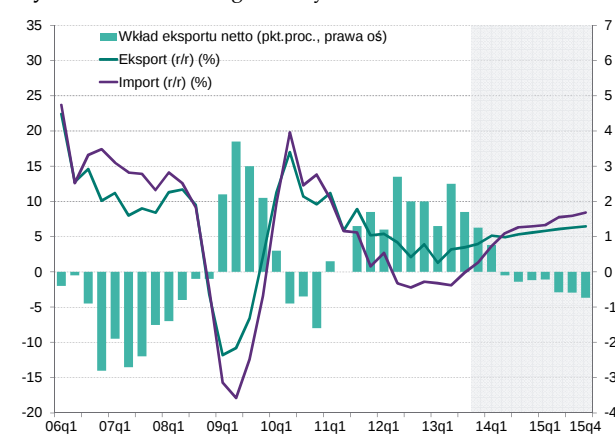
kw. 2013 r., ale w stosunkowo niewielkim stopniu⁵⁸. W konsekwencji wartość nowo podpisanych umów kredytowych, pomimo niewielkiej poprawy w II kw. 2013 r., utrzymuje się na niskim poziomie, zbliżonym do odnotowanego po wybuchu światowego kryzysu finansowego⁵⁹. W dłuższym horyzoncie projekcji oczekiwany jest jednak wzrost inwestycji mieszkaniowych w wyniku poprawiającej się siły nabywczej gospodarstw domowych oraz pozytywnego wpływu wprowadzenia od 2014 r. rządowego programu *Mieszkanie dla Młodych*. Na realizację takiego scenariusza wskazuje to, że we wrześniu br. miał miejsce pierwszy od ponad roku wzrost ilości pozwoleń na budowę i liczby rozpoczętych budów.

Ze względu na stagnację popytu krajowego, do końca 2013 r. dynamika importu będzie kształtowała się na bardzo niskim, bliskim zera, poziomie (Wykres 4.12). Wkład eksportu netto do wzrostu pozostanie dodatni, co wynika z relatywnie dobrej sytuacji w Niemczech, będących naszym głównym partnerem handlowym. W dłuższym horyzoncie projekcji, wraz z poprawą sytuacji za granicą i wzrostem popytu krajowego, nastąpi zwiększenie obrotów handlowych przy obniżającym się wkładzie eksportu netto do wzrostu (co wynika z większej wrażliwości polskiego importu niż eksportu na poprawę koniunktury w kraju i za granicą).

Równowaga makroekonomiczna

Dynamika produktu potencjalnego, która po okresie światowego kryzysu finansowego wyraźnie obniżyła się, w horyzoncie projekcji pozostanie na poziomie niższym od wieloletniej średniej, kształtując się na poziomie zbliżonym do 2,5% r/r w latach 2013-2014, by następnie umiarkowanie wzrosnąć do 2,7% w 2015 r. Jednocześnie od początku 2014 r., wraz z

Wykres 4.12 Handel zagraniczny.



⁵⁸ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, III kwartał 2013, NBP.

⁵⁹ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w II kwartale 2013 r., NBP.

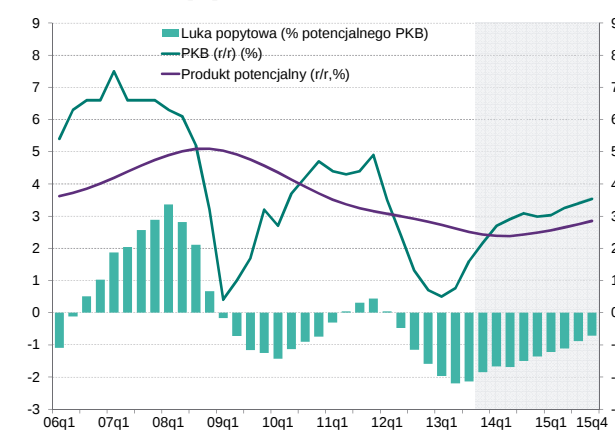
oczekiwanym wchodzeniem gospodarki polskiej w fazę ożywienia, PKB będzie rósł szybciej niż produkt potencjalny. W konsekwencji ujemna od II kw. 2012 r. luka popytowa zacznie się stopniowo domykać, choć w IV kw. 2015 r. będzie nadal ujemna i wyniesie -0,7% potencjalnego PKB (Wykres 4.13).

Na niską dynamikę produktu potencjalnego w latach 2013-2014 składają się wszystkie jego główne determinanty: obniżone, w wyniku spowolnienia gospodarczego, tempo wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP), spadek dynamiki kapitału oraz malejący długookresowy poziom podaży pracy (Wykres 4.14). Spadek dynamiki kapitału produkcyjnego jest pochodną spadku tempa wzrostu inwestycji publicznych we wcześniejszych latach.

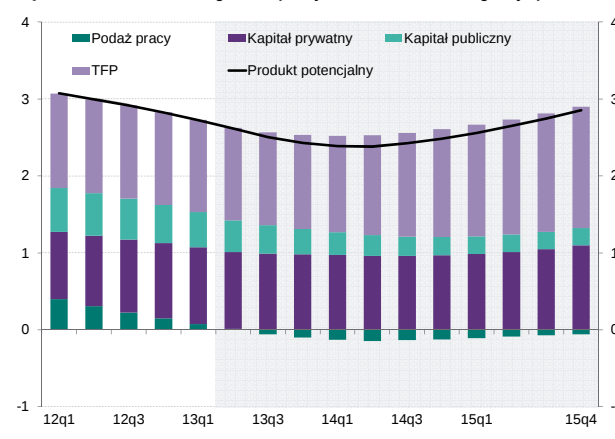
Obniżający się poziom długookresowej podaży pracy jest wynikiem niekorzystnych zmian strukturalnych na rynku w pracy w latach 2013-2014. Negatywnie na podaż pracy w tym okresie wpłynie oczekiwany spadek liczby ludności będący wynikiem emigracji, która dotyczyć będzie w przeważającej części osób aktywnych zawodowo oraz niekorzystna zmiana struktury wiekowej ludności w związku ze wzrostem udziału osób w wieku poprodukcyjnym.

Jednocześnie w latach 2013-2014 oczekiwany jest wzrost równowagowej stopy bezrobocia (NAWRU), co jest w dużym stopniu wynikiem występowania zjawiska histerezy. Jednym z przejawów tego zjawiska jest obserwowany od połowy 2010 r. stopniowy wzrost wśród bezrobotnych odsetka osób pozostających trwale bezrobotnych. Stopę bezrobocia równowagi zwiększy także wzrost efektywnego opodatkowania pracy w ostatnim okresie (wzrost stawki rentowej, zamrożenie progów podatkowych PIT) oraz wzrost relacji płacy minimalnej do przeciętnego wynagrodzenia w wyniku jej podwyżki w 2013 i 2014 r. Pozytywnie

Wykres 4.13 Luka popytowa.



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

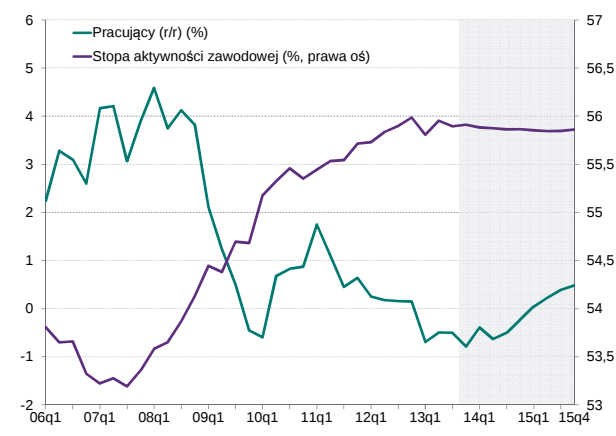


na współczynnik aktywności zawodowej wpływać będzie natomiast podwyższenie wieku emerytalnego od początku 2013 r. (szacowany wpływ tej zmiany to wzrost aktywnych zawodowo o ok. 200 tys. w horyzoncie projekcji).

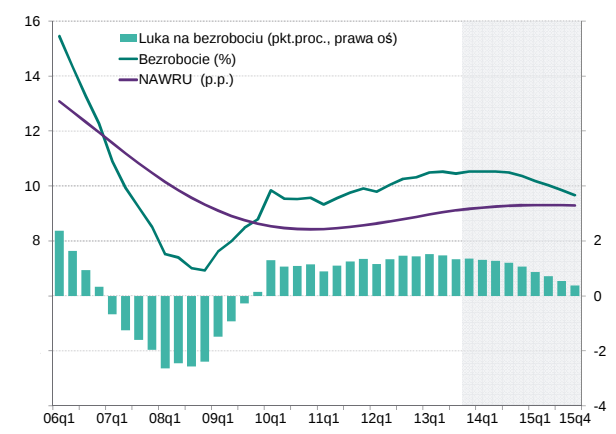
Wzrost dynamiki produktu potencjalnego w 2015 r. jest wynikiem wygaśnięcia oddziaływania części czynników, które negatywnie wpływały na jego poziom w latach 2013-2014. Można oczekiwać, że niskie obecnie tempo wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP) będzie stopniowo powracać do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego. Wzrost inwestycji przedsiębiorstw i – w mniejszym stopniu – nakładów publicznych przełoży się na stopniowe przyspieszenie dynamiki kapitału produkcyjnego. Jednocześnie, w ślad za obniżającą się od II poł. 2014 r., bieżącą stopą bezrobocia, nastąpi stabilizacja równowagowej stopy bezrobocia (NAWRU), do czego przyczyni się stopniowe wygasanie negatywnego wpływu zjawiska histerezy. Na stabilizację stopy bezrobocia równowagowego wpłynie także rosnąca elastyczność krajowego rynku pracy, czemu sprzyja wysoki udział elastycznych form zatrudnienia, takich jak umowy na czas określony oraz niski poziom uzwiązkowienia i rzadko występująca w Polsce indeksacja wynagrodzeń, co ułatwia dostosowanie płac do warunków rynkowych.⁶⁰ Poprawa koniunktury będzie korzystnie wpływać na poziom wynagrodzeń i liczbę pracujących, jakkolwiek – ze względu na sztywności występujące na rynku pracy – rosnąca produkcja przyniesie początkowo głównie stopniowy wzrost dynamiki płac, a dopiero z czasem nastąpi wzrost zatrudnienia (Wykres 4.15, Wykres 4.16, Wykres 4.17).

W latach 2013-2014 oczekiwany jest spadek liczby pracujących, która zacznie ponownie rosnąć w ostatnim roku projekcji, gdy tempo wzrostu

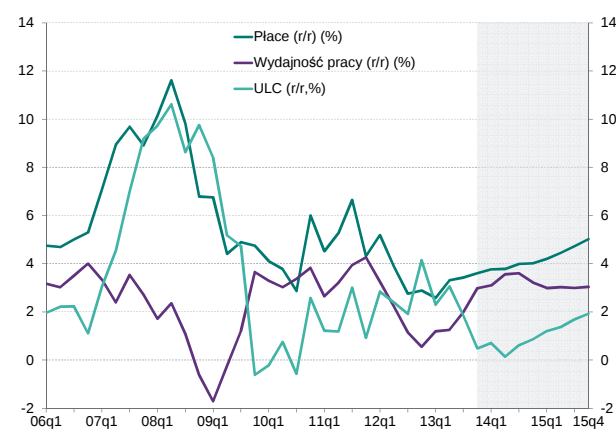
Wykres 4.15 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy.



Wykres 4.16 Bezrobocie.



Wykres 4.17 Jednostkowe koszty pracy.



⁶⁰ Badania ankietowe rynku pracy. Raport 2013, NBP.

przekroczy 3,0% r/r. Obniżająca się w horyzoncie projekcji liczba osób aktywnych zawodowo przyczyni się do spadku stopy bezrobocia już od III kw. 2014 r. W konsekwencji luka pomiędzy bieżącą a równowagową stopą bezrobocia będzie systematycznie obniżać się w horyzoncie projekcji, by pod koniec 2015 r. osiągnąć wartość bliską zera. Zmniejszanie się luki pomiędzy bezrobociem rzeczywistym i równowagowym przełoży się na stopniowy wzrost presji płacowej, odzwierciedlony w rosnącej dynamice płac. W konsekwencji będzie zmniejszać się różnica pomiędzy dynamiką realnych wynagrodzeń a tempem wzrostu wydajności pracy, choć różnica ta pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji. Jednocześnie wzrośnie dynamika jednostkowych kosztów pracy, jakkolwiek pozostanie ona na relatywnie niskim poziomie.

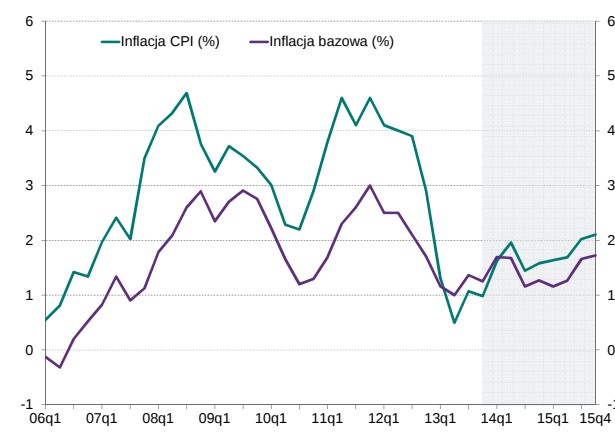
Dla 2013 r. prognozowana jest nadwyżka na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych w wysokości 1,0% PKB, co jest najwyższym odnotowanym poziomem od połowy lat 90-tych, czyli od kiedy dostępne są porównywalne statystyki bilansu płatniczego. Na tę nadwyżkę, przy wysokim, ujemnym saldzie dochodów, złożą się dodatnie salda: napływu funduszy unijnych, bilansu handlowego (efekt dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB w latach 2011-2013) oraz wynagrodzeń i przekazów zarobków z zagranicy. W latach 2014-2015 saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych będzie się stopniowo obniżać. Spadek salda będzie wynikać z malejącego dodatniego salda handlowego (efekt ujemnego od II kw. 2014 r. wkładu eksportu netto do wzrostu) oraz dalszego pogłębienia się deficytu w saldzie dochodów. Będzie on jednak częściowo ograniczany przez wzrost salda transferów, do czego przyczyni się napływ funduszy unijnych z nowej perspektywy, przy stabilnym saldzie wynagrodzeń i przekazów zarobków z zagranicy.

Kurs walutowy i inflacja

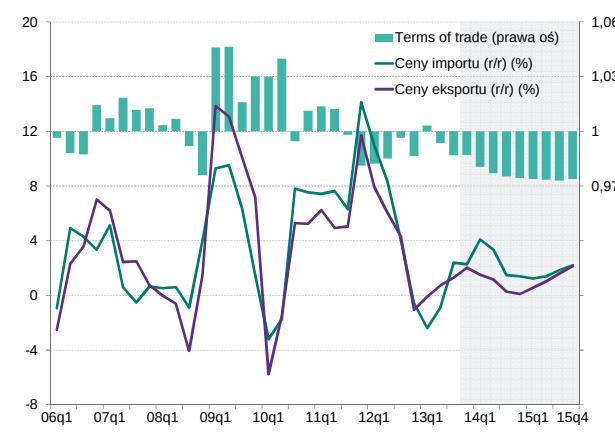
Po osłabieniu złotego w III kw. br., czynniki wzmacniające oraz osłabiające walutę krajową w dalszym horyzoncie projekcji w znacznym stopniu będą się równoważyć. W efekcie, w średnim i dłuższym okresie nominalny efektywny kurs złotego będzie utrzymywał się na relatywnie stabilnym poziomie. Z jednej strony, kurs waluty krajowej nadal kształtuje się poniżej poziomu określonego przez czynniki fundamentalne, co w horyzoncie projekcji oddziałuje w kierunku stopniowej aprecjacji złotego, zbliżając kurs do poziomu równowagi. Z drugiej strony, niski wzrost gospodarczy w kraju i za granicą może osłabiać napływ inwestycji bezpośrednich do Polski. W kierunku osłabienia kursu złotego będzie oddziałował także zmniejszający się dysparytet stóp procentowych, wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP.

W warunkach niskiego tempa wzrostu gospodarczego oraz stabilnego kursu walutowego inflacja bazowa obniży się do poziomu 1,2% w roku 2013, by następnie nieznacznie wzrosnąć do średniego poziomu 1,5% w latach 2014-2015 r. wraz ze zmniejszającą się ujemną luką popytową (Wykres 4.18). Niski poziom inflacji bazowej w horyzoncie projekcji wynika w szczególności z niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy, co jest skutkiem zarówno spadku zatrudnienia w bieżącym i przyszłym roku, jak i umiarkowanej dynamiki płac. Niskiej presji inflacyjnej sprzyja także stabilny efektywny kurs złotego oraz umiarkowana inflacja za granicą, a w konsekwencji – wolny wzrost cen importu (Wykres 4.19). Od III kw. 2013 r. do II kw. 2014 r. inflację bazową będzie przejściowo podwyższał wzrost stawek za wywóz śmieci wprowadzony od 1 lipca br., co jest konsekwencją zmiany ustawy o utrzymaniu czystości i porządku w gminach.

Wykres 4.18 Inflacja CPI i bazowa.



Wykres 4.19 Terms-of-trade.

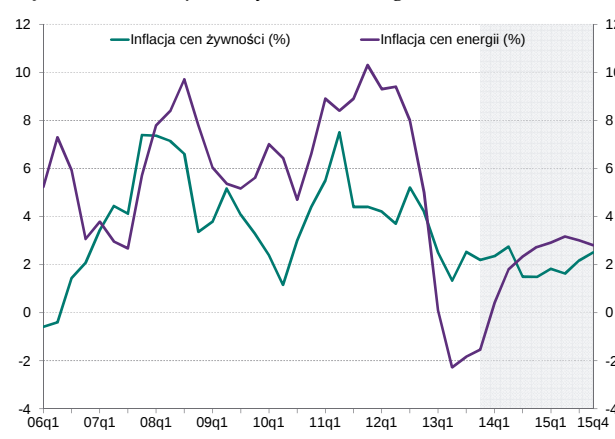


W horyzoncie projekcji będzie utrzymywała się niska dynamika cen żywności w Polsce, kształtując się na średnim poziomie 2,0% r/r. Umiarkowanemu wzrostowi cen żywności będą sprzyjać relatywnie stabilne ceny surowców rolnych na rynkach światowych, ograniczające wzrost cen żywności za granicą, oraz stabilny kurs złotego (Wykres 4.20). Od III kw. 2013 r. do II kw. 2014 r. na przejściowe podwyższenie dynamiki cen żywności wpłyną ponadto niekorzystne warunki agrometeorologiczne zanotowane w br. W konsekwencji inflacja cen żywności w 2015 r., pomimo poprawy krajowej koniunktury, będzie zbliżona do średniego poziomu z lat 2013-2014.

Inflacja krajowych cen energii w krótkim horyzoncie projekcji szybko obniża się (z 7,9% w 2012 r. do -1,3% w 2013 r.), na co wpływa przede wszystkim obniżka cen gazu ziemnego dla gospodarstw domowych od 1 stycznia br., ujemna dynamika cen paliw oraz spadek cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych od 1 lipca br. Wzrost cen energii ograniczają utrzymujące się obecne na bardzo niskim poziomie ceny uprawnień do emisji CO₂, które jedynie w umiarkowanym stopniu zwiększają koszty sektora energetycznego. W ostatnim roku projekcji inflacja cen energii nieznacznie wzrośnie, pozostając jednak na relatywnie niskim poziomie. W kierunku ograniczenia dynamiki cen energii w średnim i długim horyzoncie projekcji, będą oddziaływać stopniowo obniżające się ceny ropy naftowej na rynkach światowych oraz stosunkowo niskie tempo wzrostu cen pozostałych surowców energetycznych.

W efekcie powyższych uwarunkowań dynamika CPI w 2013 roku ukształtuje się na poziomie wyraźnie niższym niż w roku ubiegłym (1,0% r/r). Niski poziom inflacji w bieżącym roku stanowi wypadkową czynników o charakterze regulacyjnym (obniżka cen gazu, bliski zera wzrost cen energii elektrycznej) oraz niskiej presji popytowej. Od III kw. 2013 r. do II kw. 2014 r.

Wykres 4.20 Inflacja cen żywności i energii.



inflację w ujęciu rocznym przejściowo podwyższać będzie ponadto wzrost opłat za wywóz śmieci oraz wzrost cen żywności.

W latach 2014-2015, inflacja CPI wzrośnie z uwagi na wyraźnie wyższą, w stosunku do 2013 r., inflację cen energii (Wykres 4.21), utrzymując się jednak w całym horyzoncie projekcji poniżej celu NBP. Będzie tak w znacznej mierze dlatego, że pomimo ożywienia gospodarczego, luka popytowa, będąca syntetyczną miarą presji inflacyjnej w gospodarce, pozostanie do końca 2015 r. ujemna. Ograniczeniu 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%, istotnie rośnie w krótkim horyzoncie projekcji i utrzymuje w latach 2014-2015 na średnim poziomie 52% (Tabela 4.2).

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W bieżącej rundzie progностycznej dynamika PKB w latach 2013-2015 jest wyższa średnio o 0,3 pkt. proc. w stosunku do projekcji lipcowej (Tabela 4.1). Pozytywnie na wzrost PKB wpłynęło podwyższenie prognoz wzrostu gospodarczego za granicą oraz wyższe oczekiwane wykorzystanie funduszy unijnych w latach 2014-2015 z nowej perspektywy finansowej 2014-2020. Na podwyższenie prognozy wzrostu PKB w krótkim horyzoncie projekcji wpłynęły bieżące dane miesięczne sygnalizujące nieco szybszą od wcześniejszych oczekiwań poprawę krajowej koniunktury. Pozytywnie na krajową aktywność gospodarczą oddziaływać będzie także spadek od ostatniej rundy progностycznej stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych (projekcja przygotowywana jest przy założeniu stałej stopy referencyjnej NBP).

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

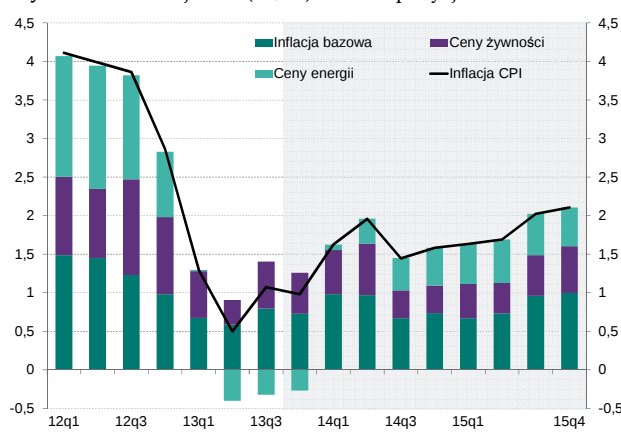


Tabela 4.1 Projekcja listopadowa na tle lipcowej

	2013	2014	2015
PKB (r/r, %)			
XI 2013	1,3	2,9	3,3
VII 2013	1,1	2,4	3,0
Inflacja CPI (r/r, %)			
XI 2013	1,0	1,7	1,9
VII 2013	0,8	1,2	1,5

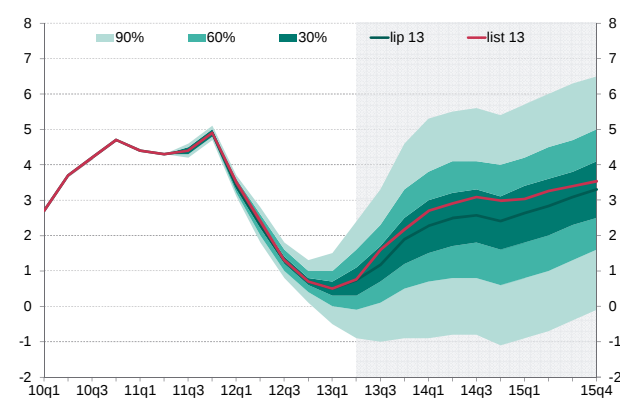
Poprawa koniunktury gospodarczej, której efektem jest zmniejszenie ujemnej luki popytowej oraz przyspieszenie wzrostu płac, przełoży się na umiarkowany wzrost presji inflacyjnej w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji, przy czym w całym okresie pozostanie ona nadal na niskim poziomie. W 2013 i 2014 r. na kształtowanie się inflacji wpłyną zmiany regulacyjne związane ze wzrostem opłat za wywóz nieczystości oraz podwyżką akcyzy na wyroby spirytusowe, jak również pogorszenie się sytuacji na rynkach niektórych produktów żywnościowych w kraju, przy braku istotnych zmian w zakresie cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych.

PKB

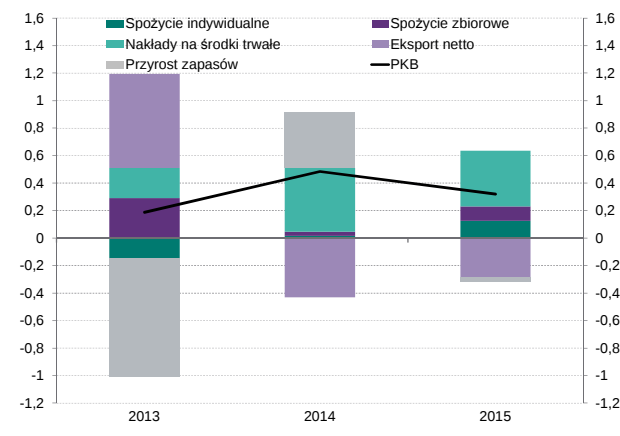
Na rewizję dynamiki PKB w bieżącym roku wpłynęło podwyższenie prognozy wzrostu PKB za granicą o 0,3 pkt proc. oraz uwzględnienie nieco lepszego od oczekiwań szacunku GUS PKB w II kw. 2013 r., wskazującego jednak na niższy, w stosunku do założeń lipcowej projekcji, popyt krajowy (głównie zapasów) kompensowany wzrostem eksportem netto. Na podniesienie prognozy eksportu netto w 2013 r. wpłynął ponadto utrzymujący się w ostatnim okresie wzrost popytu na polskie towary ze strony krajów nienależących do UE oraz słabszy, niż zakładano w projekcji lipcowej, realny efektywny kurs złotego (Wykres 4.23). Wyższe tempo wzrostu inwestycji prywatnych jest konsekwencją korzystnych bieżących danych miesięcznych sygnalizujących nieco szybszą poprawę koniunktury w porównaniu z poprzednią rundą prognostyczną, przy utrzymującym się relatywnie wysokim poziomie wykorzystania mocy produkcyjnych.

W dalszym horyzoncie projekcji skala rewizji w górę prognozy wzrostu gospodarczego głównych partnerów handlowych Polski jest mniejsza (dynamika PKB za granicą w latach 2014 i 2015

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



Wykres 4.23 Dekompozycja zmiany projekcji tempa wzrostu PKB między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.).



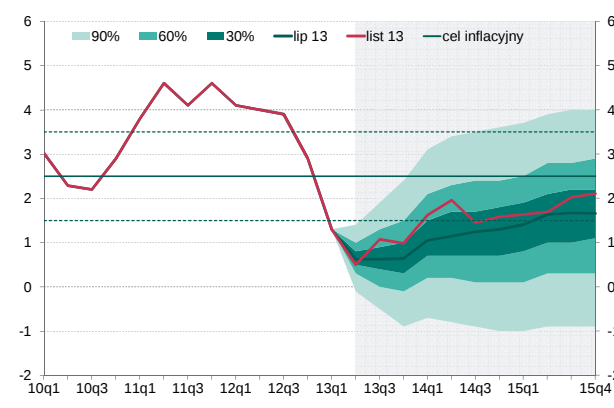
zwiększyła się o 0,1 pkt proc.). Oczekiwany w 2014 r. wzrost dynamiki nakładów brutto na środki trwałe wynika zarówno z wyższej dynamiki inwestycji publicznych, będącej konsekwencją wyższego planowanego wykorzystania środków z nowej perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020, jak i kontynuacji przyspieszenia inwestycji w sektorze prywatnym. Wzrost eksportu i nakładów inwestycyjnych doprowadzą do poprawy sytuacji na rynku pracy i kondycji finansowej gospodarstw domowych, a w efekcie – do przyspieszenia tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Konsekwencją szybszej – w średnim i dłuższym horyzoncie projekcji – odbudowy popytu krajowego i związanego z nim popytu na import jest zmniejszenie się prognozowanego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. Pozytywnie na krajową dynamikę PKB będzie oddziaływać także dalsze poluzowanie polityki pieniężnej odzwierciedlone w obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 25 pkt. bazowych względem poprzedniej projekcji.

Inflacja

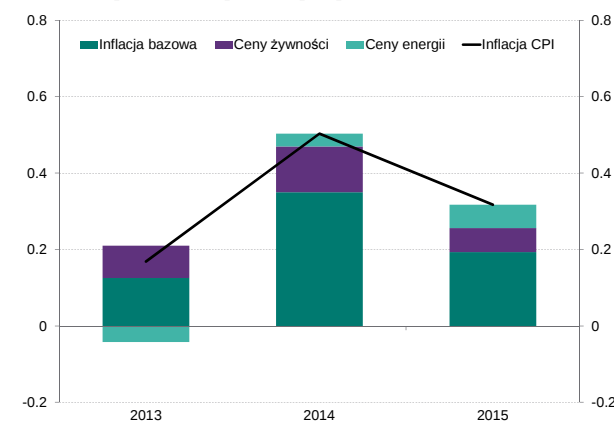
Rewizję prognozy inflacji CPI w górę w bieżącej rundzie progностycznej w największym stopniu determinuje wzrost prognozowanej inflacji bazowej. Nieznacznie dodatni wpływ ma także, w całym horyzoncie projekcji, inflacja cen żywności, a w dłuższym – cen energii (Wykres 4.25).

Główną przyczyną wzrostu inflacji bazowej w krótkim horyzoncie projekcji, w stosunku do lipcowej projekcji, jest wyższy od zakładanego wzrost opłat za wywóz nieczystości na skutek wejścia w życie od lipca br. nowych przepisów dotyczących gospodarowania odpadami. Inflację bazową podwyższa także uwzględnienie założonego w projekcie *Ustawy budżetowej na rok 2014* wzrostu stawki podatku akcyzowego na wyroby spirytusowe od stycznia 2014 r. W średnim i dłuższym horyzoncie projekcji do wzrostu inflacji bazowej względem projekcji

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



Wykres 4.25 Dekompozycja zmiany projekcji inflacji CPI między rundą listopadową a lipcową (pkt proc.).



lipcowej przyczynia się szybsze tempo domykania się ujemnej luki popytowej oraz przyspieszenie tempa wzrostu płac.

Nieznaczny wzrost inflacji cen energii w latach 2014-2015 jest związany z pogorszeniem się sytuacji na hurtowym rynku energii (TGE), a w konsekwencji mniejszą prognozowaną obniżką cen energii elektrycznej dla odbiorców indywidualnych od stycznia 2014 r. Dynamikę cen energii w dłuższym horyzoncie zwiększa ponadto nieco wyższa krajowa presja popytowa.

Wzrost inflacji cen żywności w krótkim i średnim horyzoncie projekcji w stosunku do projekcji lipcowej jest w największym stopniu wynikiem wyższych cen owoców i warzyw, będących konsekwencją niekorzystnych krajowych warunków agrometeorologicznych na początku br. oraz zmianą metodologiczną GUS, której skutkiem było przesunięcie wzorca sezonowości dla niektórych warzyw. Dodatkowo, w krótkim okresie na wzrost prognozy cen żywności będzie oddziaływać nieznacznie słabszy, niż zakładano w poprzedniej rundzie prognostycznej, kurs złotego do euro. Do wzrostu inflacji cen żywności w dłuższym okresie przyczyni się również wyższa presja popytowa.

4.5 Źródła niepewności projekcji

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans czynników ryzyka rozkłada się symetrycznie względem ścieżki centralnej projekcji zarówno dla inflacji jak i tempa wzrostu gospodarczego (Tabela 4.2). Najważniejsze źródła niepewności projekcji przedstawiono poniżej.

Otoczenie zewnętrzne i kurs walutowy

Otoczenie zewnętrzne, a w szczególności trwałość i skala ożywienia w strefie euro, nadal pozostaje najważniejszym źródłem niepewności projekcji

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%)
13q4	0,89	1,00	1,00	0,50	0,11
14q1	0,42	0,91	1,00	0,50	0,58
14q2	0,31	0,72	0,95	0,50	0,64
14q3	0,52	0,83	0,97	0,50	0,45
14q4	0,47	0,78	0,94	0,50	0,47
15q1	0,45	0,76	0,94	0,50	0,48
15q2	0,44	0,74	0,92	0,50	0,48
15q3	0,34	0,64	0,88	0,50	0,53
15q4	0,32	0,62	0,86	0,50	0,54

inflacji i PKB. Z jednej strony, silniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach i innych krajach wschodzących może stanowić poważne zagrożenie dla powrotu gospodarek europejskich na ścieżkę stabilnego wzrostu. W kierunku osłabienia aktywności gospodarczej w strefie euro może oddziaływać znaczna i trwała aprecjacja kursu euro, w wyniku pojawienia się dużej nadwyżki w handlu strefy euro. Czynnikiem ryzyka jest również ewentualny ponowny wzrost oprocentowania obligacji niektórych krajów strefy, co mogłoby podnieść koszty obsługi ich zadłużenia oraz pośrednio koszty finansowania przedsiębiorstw w tych krajach. Dodatkowym czynnikiem, który może negatywnie wpłynąć na przyszły wzrost w gospodarce europejskiej jest rozwój sytuacji w Stanach Zjednoczonych w przypadku braku ostatecznego porozumienia odnośnie do wzrostu limitu zadłużenia dla tego kraju. Z drugiej strony, nie można też wykluczyć scenariusza, w którym szybszy od oczekiwań wzrost popytu ze strony rynków wschodzących przyczyniłby się do ożywienia w nastawionych na eksport gospodarkach strefy euro, w tym zwłaszcza Niemiec. Poprawę koniunktury w gospodarce niemieckiej może także wspierać rosnące spożycie gospodarstw domowych finansowane wzrostem płac, przy utrzymujących się na niskim poziomie stopach procentowych EBC.

Popyt wewnętrzny i konkurencyjność polskiej gospodarki

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest reakcja gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw na rozwój sytuacji za granicą. Korzystny rozwój sytuacji w kraju może przyczynić się do poprawy postrzegania Polski w oczach inwestorów zagranicznych i przełożyć się na większy napływ kapitału, w tym inwestycji bezpośrednich. Z drugiej jednak strony, przedłużająca się recesja w strefie euro, przy niskiej bieżącej stopie oszczędności i utrudnionym

dostępie do kredytu, może być przyczyną utrzymania przez długi okres niskiej dynamiki krajowej konsumpcji i inwestycji. Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest także reakcja eksportu i importu na prognozowany wzrost krajowego i zagranicznego popytu. Obecnie saldo handlowe Polski kształtuje się na historycznie wysokim poziomie, ze względu na antycykliczność wkładu eksportu netto do wzrostu. Oczekuje się, że konsekwencją ożywienia gospodarczego będzie obniżenie eksportu netto, ale niepewność co do skali i szybkości tego spadku jest istotnym źródłem ryzyka dla ścieżki PKB w horyzoncie projekcji.

Ceny żywności i energii w Polsce

Źródłem niepewności projekcji jest trudny do przewidzenia wpływ polityki regulacyjnej oraz sytuacji na światowym rynku surowcowym na kształtowanie się krajowych cen energii i żywności. Znaczną niepewność w tym względzie rodzi trudny do oszacowania wpływ przyszłej polityki Unii Europejskiej w zakresie ochrony środowiska, co szczególnie dotyczy wprowadzonego Pakietu Energetyczno-Klimatycznego nakierowanego na ograniczenie emisji CO₂. W szczególności, trudne do przewidzenia są przyszłe ceny uprawnień do emisji CO₂, które będą uzależnione zarówno od popytu na te uprawnienia, a więc od aktywności gospodarczej krajów UE, jak i prawdopodobnego ograniczenia liczby uprawnień. Niepewność zwiększa również brak precyzyjnych zapisów dotyczących wykorzystania dochodów ze sprzedaży uprawnień oraz wielkości inwestycji w technologie niskoemisyjne i odnawialne źródła energii. Istotnym źródłem niepewności pozostają działania regulacyjne na rynku żywności, energii oraz przyszła polityka taryfowa URE.

Ważną determinantą dla ścieżki krajowych cen energii i żywności są, obarczone istotną niepewnością, przyszłe ceny surowców

energetycznych i rolnych na rynkach światowych określane przez relację popytu i podaży. Z jednej strony, źródłem niepewności dla cen surowców są zatem perspektywy wzrostu gospodarczego największych gospodarek świata. Z drugiej strony, czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen ropy mogą być ewentualne zakłócenia podaży u jej producentów, przy czym skala możliwego wzrostu cen zależy będzie od reakcji na te zakłócenia krajów zrzeszonych w OPEC. Czynnikiem możliwej korekty cen surowców energetycznych jest również, obniżający import netto nośników energii przez Stany Zjednoczone, wzrost wydobycia w tym kraju gazu i ropy z łupków. Przyszłe zmiany cen surowców rolnych są z kolei uzależnione od, obarczonych wysoką niepewnością, warunków agrometeorologicznych w najbliższych latach.

Tabela 4.3 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2011	2012	2013	2014	2015
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	4,3	3,7	1,0	1,7	1,9
Ceny żywności (% r/r)	5,4	4,3	2,1	2,0	2,0
Ceny energii (% r/r)	9,1	7,9	-1,3	1,8	3,0
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,4	2,2	1,2	1,4	1,5
PKB (% r/r)	4,5	1,9	1,3	2,9	3,3
Popyt krajowy (% r/r)	3,6	-0,2	-0,5	3,0	3,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	0,8	0,7	2,3	2,9
Spożycie zbiorowe (% r/r)	-1,5	0,1	1,5	1,7	2,5
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	8,5	-0,8	-1,9	3,1	7,6
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	0,9	2,1	1,8	0,0	-0,5
Eksport (% r/r)	7,7	2,8	3,1	5,2	6,2
Import (% r/r)	5,5	-1,8	-0,8	5,5	7,7
Place brutto (% r/r)	5,2	3,7	3,2	3,9	4,6
Liczba pracujących (% r/r)	1,0	0,2	-0,6	-0,4	0,3
Stopa bezrobocia (%)	9,6	10,1	10,5	10,5	9,9
NAWRU (%)	8,5	8,8	9,1	9,3	9,3
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,6	55,9	55,9	55,9	55,9
Wydajność pracy (% r/r)	3,5	1,8	1,9	3,4	3,0
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,6	2,8	1,9	0,6	1,5
Produkt potencjalny (% r/r)	3,3	3,0	2,6	2,4	2,7
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	0,1	-0,8	-2,0	-1,6	-1,0
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)	1,00	0,96	0,98	0,91	0,92
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,00)	1,00	0,87	0,80	0,81	0,81
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,1	1,3	1,9	1,7	1,8
PKB za granicą (% r/r)	2,0	0,1	0,1	1,3	1,6
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-3,5	-2,2	1,0	0,5	-0,4
WIBOR 3M (%)	4,54	4,91	3,04	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 czerwiec – wrzesień 2013 r.

■ Data: 5 czerwca 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 50 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
A. Zielińska-Głębocka

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

■ Data: 5 czerwca 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 9/2013 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka
A. Bratkowski
E. Chojna-Duch
J. Hausner
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: Z. Gilowska
A. Glapiński
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki

■ Data: 5 czerwca 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 10/2013 w oprocentowania kredytów udzielanych Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu, Krajowej Spółdzielczej Kasie Oszczędnościowo-Kredytowej oraz spółdzielczym kasom oszczędnościowo-kredytowym przez Narodowy Bank Polski.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 2 lipca 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 1/DOR/2013 w sprawie wyboru biegłego rewidenta badającego roczne sprawozdanie finansowe Narodowego Banku Polskiego za rok obrotowy 2013 i 2014.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

J. Winiecki nie brał udziału w głosowaniu.

■ Data: 3 lipca 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 11/2013 w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim.

Decyzja RPP:

RPP obniżyła wysokość stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

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

■ Data: 3 września 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 12/2013 w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2014.

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	

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

■ Data: 17 września 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 13/2013 w sprawie określenia górnej granicy zobowiązań wynikających z zaciągania przez Narodowy Bank Polski pożyczek i kredytów w zagranicznych instytucjach bankowych i finansowych.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: A. Kaźmierczak

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

www.nbp.pl

