

Raport o inflacji

lipiec 2013 r.

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Warszawa, lipiec 2013 r.

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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 20 czerwca 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	14
Ramka 1. Programy refinansowania akcji kredytowej ogłoszone przez wybrane banki centralne	17
1.4. Światowe rynki surowców	19
2. Gospodarka krajowa.....	21
2.1. Procesy inflacyjne	21
2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych.....	21
2.1.2. Inflacja bazowa	22
2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu	22
2.1.4. Ceny importu.....	23
2.1.5. Oczekiwania inflacyjne.....	23
2.2. Popyt i produkcja	25
2.2.1. Popyt konsumpcyjny	26
2.2.2. Popyt inwestycyjny	27
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych.....	28
2.2.4. Eksport i import.....	30
2.2.5. Produkcja	31
Ramka 2. Wpływ zacieśnienia fiskalnego na dynamikę PKB przy obecnych uwarunkowaniach.....	32
2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	36
2.4. Rynek pracy	37
2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie	37
2.4.2. Płace i wydajność pracy	39
2.5. Rynki aktywów	40
2.5.1. Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych.....	40
2.5.2. Kurs walutowy.....	41
2.5.3. Ceny mieszkań.....	42
2.6. Kredyt i pieniądz.....	43
2.6.1. Kredyty	43
2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne.....	46
2.7. Bilans płatniczy.....	48

3. Polityka pieniężna w okresie marzec – lipiec 2013 r	51
4. Projekcja inflacji i PKB.....	65
4.1. Synteza	66
4.2. Otoczenie zewnętrzne	68
4.3. Gospodarka polska w latach 2013-2015	70
4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	80
4.5. Źródła niepewności projekcji	83
5. Wyniki głosowań RPP w okresie luty – maj 2013 r.....	89

SYNTEZA

W I połowie 2013 r. aktywność gospodarcza na świecie pozostała niska. Równocześnie utrzymało się wyraźne zróżnicowanie koniunktury zarówno w obrębie gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących. W I kw. br. – i prawdopodobnie także w II kw. – w strefie euro utrzymała się recesja, a wśród jej największych gospodarek, dodatnia dynamika PKB w I kw. br. obserwowana była jedynie w Niemczech. Jednocześnie, w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB w I kw. br. przyspieszył, choć przeprowadzane w tej gospodarce zacieśnienie fiskalne mogło przyczynić się do pewnego ograniczenia wzrostu popytu w II kw. br. W I kw. 2013 r. tempo wzrostu gospodarczego w niektórych największych gospodarkach rozwijających się przyspieszyło, natomiast w Chinach wzrost gospodarczy w omawianym okresie nieznacznie się obniżył.

Niska aktywność gospodarcza na świecie sprzyjała utrzymaniu inflacji na umiarkowanym poziomie. Dalszemu spadkowi inflacji w gospodarkach rozwiniętych sprzyjał zarówno niski popyt, jak i – przekładający się na niższą dynamikę cen energii i żywności – spadek cen surowców na rynkach światowych. Z kolei w wielu gospodarkach wschodzących presja popytowa nie nasiliła się, a przejściowe przyspieszenie inflacji było związane ze wzrostem dynamiki cen żywności, która jednak w ostatnim okresie nieco się obniżyła.

Od poprzedniego *Raportu o inflacji* główne banki centralne nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną, w tym część z nich zwiększyła skalę luzowania monetarnego. EBC obniżył podstawową stopę procentową o 0,25 pkt proc. i utrzymał gotowość do wprowadzenia programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Bank Anglii rozszerzył skalę ogłoszonego w czerwcu 2012 r. programu refinansowania akcji kredytowej i przesunął termin jego zakończenia, zaś Bank Japonii ogłosił nowy program zakupu aktywów. Jednocześnie Fed podtrzymał swoją warunkową deklarację pozostawienia krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie bliskim zera i utrzymał dotychczasowe tempo zakupu aktywów, sygnalizując jednak dwukrotnie (w maju i czerwcu 2013 r.) możliwość jego zmniejszenia w ciągu 2013 r. Wiele banków centralnych z rynków wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych kontynuowało luzowanie polityki pieniężnej lub utrzymało stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych wykazywały się znaczną zmiennością. Do połowy maja 2013 r. nastroje poprawiały się, co związane było z kontynuacją łagodzenia ilościowego przez główne banki centralne oraz oczekiwaniami na stopniową poprawę koniunktury w krajach rozwiniętych. W wielu krajach wschodzących skalę poprawy sentymentu ograniczały natomiast publikacje gorszych od oczekiwań danych gospodarczych. Od połowy maja 2013 r. nastroje na rynkach finansowych pogarszały się, co było spowodowane sygnałami wcześniejszego niż zakładano zmniejszenia skali luzowania monetarnego w Stanach Zjednoczonych. Pogorszenie to przełożyło się na silny spadek cen akcji oraz obligacji w większości krajów, zwłaszcza na rynkach wschodzących. Pogorszenie nastrojów znalazło także odzwierciedlenie w istotnej deprecjacji walut rynków wschodzących.

W Polsce roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych nadal się obniżała. W maju br. osiągnęła ona poziom 0,5%, tj. kształtowała się poniżej dolnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego NBP. Spadek inflacji wynikał przede wszystkim z obniżenia dynamiki cen energii, które przełożyło się także na dalsze ograniczenie presji kosztowej w gospodarce. Czynnikiem obniżającym inflację w analizowanym okresie było również spowolnienie wzrostu cen żywności. Jednocześnie, spadkowi inflacji sprzyjał brak presji popytowej i płacowej w gospodarce. Spożycie indywidualne znajdowało się w stagnacji. Nadal też spadała dynamika płac. Obniżyła się większość miar oczekiwań inflacyjnych, w tym oczekiwań przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Po silnym spowolnieniu wzrostu w 2012 r., w I kw. 2013 r. roczne tempo wzrostu PKB ponownie nieco się obniżyło (do 0,5% r/r w I kw. br. wobec 0,7% r/r w IV kw. ub. r.). Wzrost PKB w I kw. br. był nadal obniżany – choć w mniejszym stopniu niż w IV kw. ub.r. – przez spadek popytu krajowego. Na spadek popytu krajowego złożyła się wciąż ujemna dynamika inwestycji, nieznaczny spadek spożycia ogółem oraz ujemny wkład zapasów do wzrostu PKB. Jednocześnie wzrost PKB w I kw. 2013 r. był podtrzymywany przez poprawę, choć znacząco słabszą niż w IV kw. 2012 r. eksportu netto.

Utrzymujące się spowolnienie popytu w gospodarce krajowej w I kw. br. przełożyło się na spadek zatrudnienia. Spadek liczby pracujących przyczynił się do dalszego wzrostu stopy bezrobocia. Równocześnie nastąpił niewielki wzrost liczby aktywnych zawodowo. Dane dotyczące wzrostu wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy wskazują na brak presji płacowej w gospodarce. W I kw. 2013 r., zarówno tempo wzrostu wynagrodzeń, jak i roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce obniżyły się w porównaniu do IV kw. ub.r.

W ostatnich miesiącach Rada Polityki Pieniężnej kontynuowała obniżanie stóp procentowych NBP. Od początku marca 2013 r. stopy procentowe zostały obniżone trzykrotnie, łącznie o 1,00 pkt proc. W efekcie stopa referencyjna NBP znalazła się na poziomie 2,75%¹. Rentowności polskich obligacji skarbowych – po osiągnięciu swoich najniższych historycznie poziomów w maju br. – wzrosły. Na kształtowanie się rentowności obligacji skarbowych wpływały przede wszystkim uwarunkowania globalne. Jednocześnie ceny akcji na GPW w omawianym okresie także się obniżyły.

Po okresie stabilizacji trwającej od września ub.r., od połowy maja br. kurs złotego wyraźnie się osłabił, podobnie jak wiele walut krajów wschodzących. Początkowo, w kierunku osłabienia kursu oddziaływały publikacje gorszych od oczekiwań danych dotyczących krajowego wzrostu gospodarczego, a od przełomu maja i czerwca także pogorszenie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych i związany z nim odpływ kapitału z rynków wschodzących. W czerwcu 2013 r. NBP dokonał sprzedaży pewnej ilości walut obcych za złote. Interwencje na rynku walutowym są zgodne ze strategią polityki pieniężnej NBP przedstawioną w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2013*.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* akcja kredytowa w dalszym ciągu spowalniała. W I kw. 2013 r. oraz w okresie kwiecień-maj zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło jedynie nieznacznie. Jednocześnie stopniowo obniżała się dynamika kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych, a zadłużenie z tytułu kredytów konsumpcyjnych – mimo pewnego ożywienia w tym segmencie rynku – nadal spadało. Dynamika szerokiego pieniądza, choć od lutego br. stopniowo rosła, ukształtowała się na relatywnie niskim poziomie. Depozyty przedsiębiorstw, po spadku w I kw. 2013 r., w kwietniu i maju istotnie

¹ Opis dotyczy okresu od 1 marca do 20 czerwca 2013 r. i nie uwzględnia decyzji Rady z lipca br. Decyzja Rady w lipcu jest przedstawiona w rozdziale 3 w „Informacji po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 2-3 lipca 2013 r.”

wzrosły. Z kolei stan depozytów gospodarstw domowych pod koniec analizowanego okresu obniżył się, co można wiązać ze zmianą struktury lokowania przez nie aktywów finansowych (w szczególności zwiększyły one zaangażowanie w fundusze inwestycyjnych lub przesunęły środki na depozyty o dłuższym terminie zapadalności).

W I kw. br. deficyt na rachunku obrotów bieżących wyraźnie się zmniejszył, co było efektem poprawy salda obrotów towarowych. Jednocześnie zmniejszenie nierównowagi na rachunku bieżącym ograniczane było głównie przez wysoki deficyt na rachunku dochodów spowodowany wysokimi dochodami bezpośrednich inwestorów zagranicznych z tytułu ich zaangażowania kapitałowego w Polsce, do czego przyczyniły się dobre wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw. W I kw. obniżyła się nadwyżka obrotów kapitałowych wobec z I kw. ub.r., na co wpłynęło obniżenie napływu transferów z UE o charakterze inwestycyjnym. Nadwyżka na rachunku finansowym w I kw. br. wzrosła w porównaniu do I kw. 2012 r., choć zmniejszyła się skala napływu inwestycji portfelowych do Polski.

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 marzec-czerwiec 2013 wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. umieszczone są w Rozdziale 3. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 22 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie luty-maj 2013 r. znajdują się w Rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono dwie ramki: „Programy refinansowania akcji kredytowej ogłoszone przez wybrane banki centralne” oraz „Wpływ zacieśnienia fiskalnego na dynamikę PKB przy obecnych uwarunkowaniach”.

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 lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 13 czerwca 2013 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,6-1,1% w 2013 r. (wobec 1,3-1,9% w projekcji z marca 2013 r.), 0,4-2,0% w 2014 r. (wobec 0,8-2,4%) oraz 0,7-2,4% 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 0,5-1,7% w 2013 r. (wobec 0,6-2,0% w projekcji marcowej), 1,2-3,5% w 2014 r. (wobec 1,4-3,7%) oraz 1,6-4,2% w 2015 r. (wobec 1,9-4,4%).

Rozdział 1

OTOCZENIE POLSKIEJ GOSPODARKI

1.1. Aktywność gospodarcza na świecie

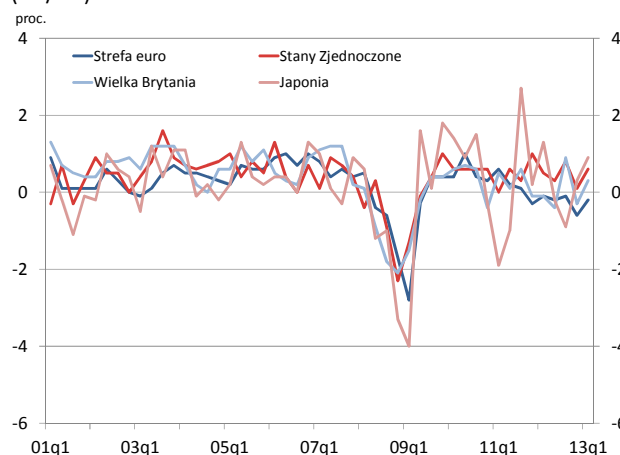
Dynamika aktywności gospodarczej na świecie w I kw. 2013 r. pozostała niska (Wykres 1.1). Równocześnie utrzymało się wyraźne zróżnicowanie koniunktury zarówno w obrębie gospodarek rozwiniętych, jak i wschodzących.

W Stanach Zjednoczonych i Japonii wzrost PKB w I kw. br. przyspieszył. Natomiast w strefie euro utrzymała się recesja. Równocześnie w tym samym okresie w Chinach wzrost gospodarczy nieznacznie obniżył się, choć w niektórych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej przyspieszyła (Wykres 1.9). Na początku II kw. 2013 r. wskaźniki koniunktury wskazywały na pewne pogorszenie nastrojów w gospodarce światowej (Wykres 1.2).

Tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. 2013 r. przyspieszyło i wyniosło 0,6% kw/kw (wobec 0,1% kw/kw w IV kw. 2012 r.; Wykres 1.1)³. Wzrost PKB wspierała silnie rosnąca konsumpcja, przyrost zapasów oraz wzrost inwestycji, w szczególności mieszkaniowych. W kierunku osłabienia dynamiki PKB oddziaływał zaś spadek wydatków rządowych, w tym zwłaszcza na obronność, oraz ujemny wkład eksportu netto,

Wykres 1.1

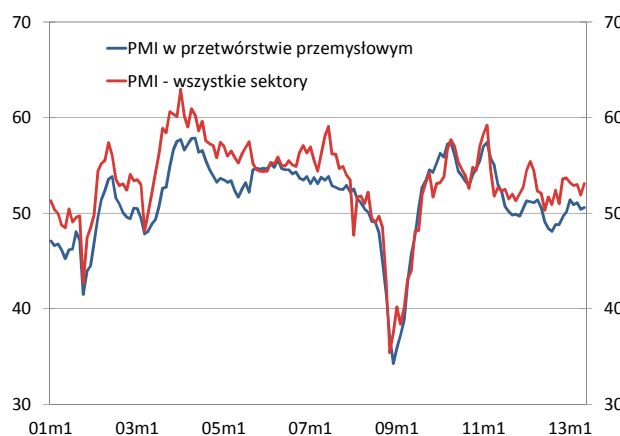
Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach rozwiniętych (kw/kw)²



Źródło: Dane Eurostat.

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.

³ W ujęciu zannualizowanym wzrost PKB w I kw. 2013 r. wyniósł 2,4% kw/kw, wobec 0,4% kw/kw w IV kw. 2012 r.

wynikający z szybszego wzrostu importu niż eksportu.

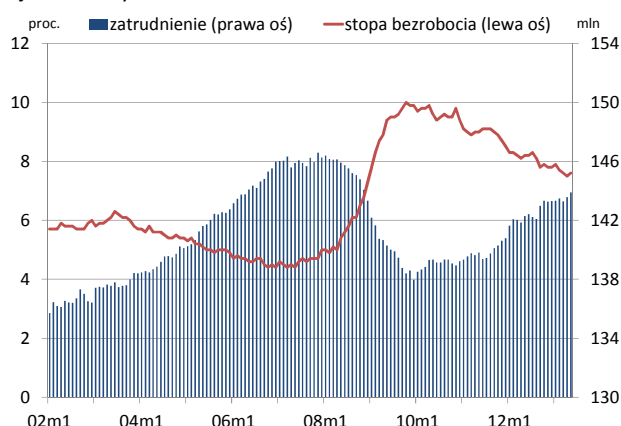
Napływające dane miesięczne wskazywały, że przeprowadzane w Stanach Zjednoczonych zacieśnienie fiskalne mogło przyczynić się do pewnego ograniczenia wzrostu popytu w II kw. br. Na nieco niższą dynamikę aktywności w tym okresie wskazuje spadek produkcji przemysłowej oraz pogorszenie się nastrojów przedsiębiorców. Z kolei dane o sprzedaży detalicznej sugerują, że mimo podwyżek podatków, konsumpcja dalej rosła, co można wiązać z ograniczaniem stopy oszczędności przez gospodarstwa domowe oraz z dalszą poprawą sytuacji na rynku pracy (w tym ze spadkiem stopy bezrobocia; Wykres 1.3). Pozytywnym czynnikiem dla wzrostu popytu w gospodarce jest także dalszy wzrost cen na rynku nieruchomości.

W strefie euro dynamika PKB w I kw. 2013 r. pozostała ujemna i wyniosła -0,2% kw/kw (wobec -0,6% kw/kw w IV kw. 2012 r.; Wykres 1.4). Ujemne tempo wzrostu popytu wynikało głównie ze spadku inwestycji, na które negatywnie oddziałuje znaczna niepewność oraz wysokie koszty finansowania w niektórych krajach w porównaniu z wieloletnią średnią. Równocześnie konsumpcja gospodarstw domowych – wraz z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy (Wykres 1.6) i związanymi z nią słabymi nastrojami konsumentów – była w stagnacji. Również tempo wzrostu konsumpcji zbiorowej, osłabiane przez proces ograniczania deficytów sektora publicznego, było zbliżone do zera. Z kolei dodatni wkład do wzrostu PKB miał eksport netto, co wynikało z szybszego spadku importu niż eksportu.

Również dane miesięczne wskazywały na niską dynamikę aktywności gospodarczej w strefie euro w I kw., a także na początku II kw. br. Choć produkcja przemysłowa, po znaczącym spadku w IV kw. 2012 r., rosła w omawianym okresie, to nastroje przedsiębiorców – mimo poprawy – wciąż sugerowały utrzymanie się tendencji recesyjnych (Wykres 1.5). Równocześnie dalszy

Wykres 1.3

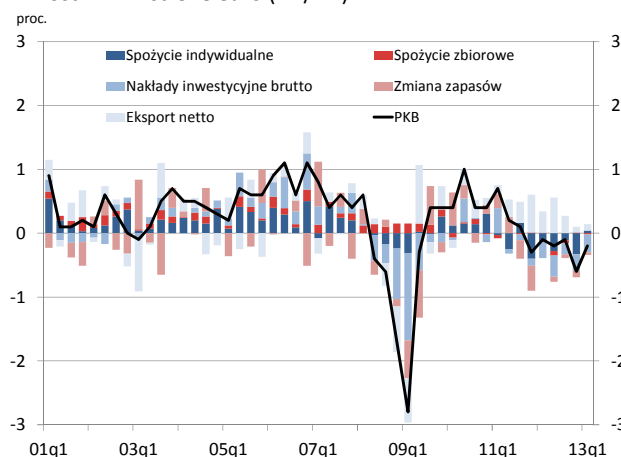
Stopa bezrobocia i poziom zatrudnienia w Stanach Zjednoczonych



Źródło: Dane BLS.

Wykres 1.4

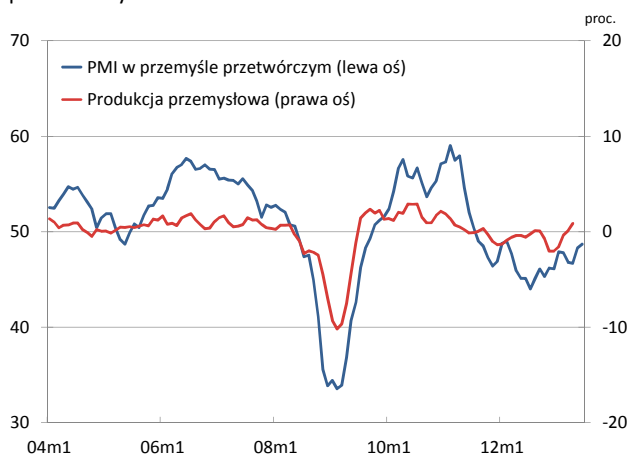
Wzrost PKB w strefie euro (kw/kw)



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.5

Wzrost 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.

spadek sprzedaży detalicznej w kwietniu br. sygnalizował, że popyt gospodarstw domowych pozostał niski, czemu towarzyszył ponowny wzrost stopy bezrobocia.

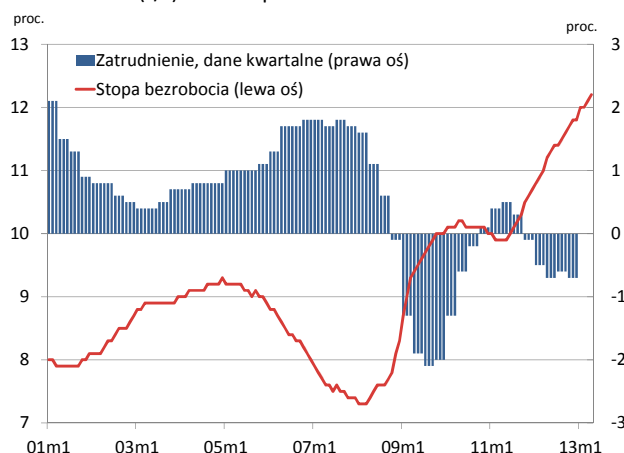
Wśród największych gospodarek strefy euro, dodatnia dynamika PKB w I kw. br. obserwowana była jedynie w Niemczech (0,1% kw/kw wobec -0,7% kw/kw w IV kw. ub. r.). Czynnikiem istotnie obniżającym tempo wzrostu PKB w tej gospodarce była przy tym przedłużająca się zima, która obniżała aktywność w budownictwie oraz w transporcie. Obserwowany w tej gospodarce wzrost popytu w I kw. br. wynikał głównie z przyspieszenia konsumpcji gospodarstw domowych, wspieranej przez korzystną sytuację na rynku pracy, w tym niską stopę bezrobocia i wciąż rosnące zatrudnienie, a także obniżenie się inflacji. Z kolei negatywnie na wzrost PKB wpłynął ponowny spadek inwestycji.

We Francji tempo wzrostu PKB w I kw. br. pozostało ujemne i wyniosło -0,2% kw/kw (wobec -0,2% kw/kw w IV kw. 2012 r.). Negatywnie na dynamikę PKB wpłynął spadek popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego, a także – wobec spadku eksportu i stagnacji importu – ujemny wkład eksportu netto.

We Włoszech i Hiszpanii, gospodarkach silnie dotkniętych kryzysem zadłużenia i utratą konkurencyjności, dane o PKB wskazywały na utrzymanie się recesji w I kw. 2013 r. Negatywnie na popyt w tych gospodarkach oddziaływały obniżające się wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych (wynikające w szczególności z wciąż rosnącej stopy bezrobocia) oraz spadające inwestycje (związane w szczególności ze słabymi perspektywami popytu oraz wysokim – w porównaniu z wieloletnią średnią – kosztem kredytu i trudnościami w jego pozyskaniu). Wpływ eksportu netto na dynamikę PKB był we Włoszech ujemny, zaś w Hiszpanii – dodatni, choć w obu gospodarkach spadał zarówno eksport, jak i import. W Hiszpanii w dalszym ciągu popyt był także ograniczany przez spadek konsumpcji

Wykres 1.6

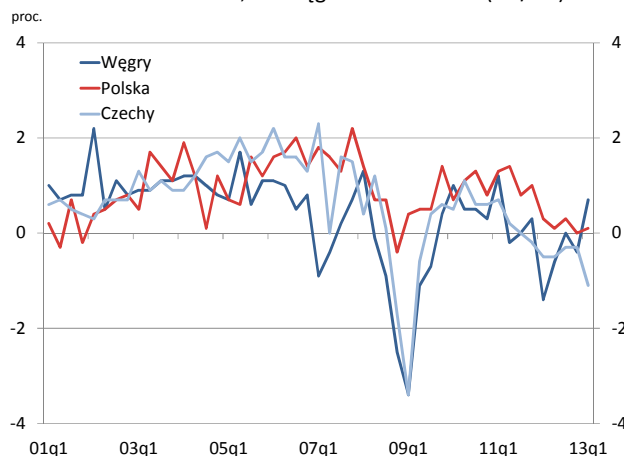
Zatrudnienie (r/r) oraz stopa bezrobocia w strefie euro



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.7

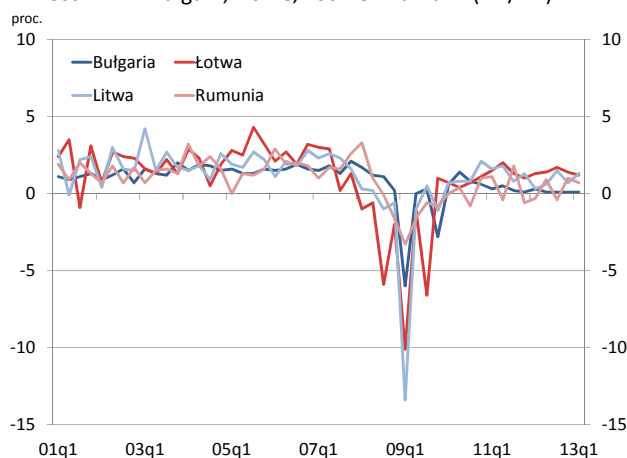
Wzrost PKB w Czechach, na Węgrzech i w Polsce (kw/kw)



Źródło: Dane Eurostat.

Wykres 1.8

Wzrost PKB w Bułgarii, Litwie, Łotwie i Rumunii (kw/kw)



Źródło: Dane Eurostat.

publicznej, związany z procesem ograniczania nierównowag w sektorze finansów publicznych.

W nowych krajach członkowskich UE spoza strefy euro tempo wzrostu PKB w I kw. 2013 r. również było zróżnicowane (Wykres 1.7, Wykres 1.8). W Czechach utrzymała się recesja, zaś na Węgrzech – po czterech kwartałach spadku – aktywność gospodarcza wzrosła. Równocześnie dynamika PKB na Litwie oraz Łotwie pozostała wysoka w porównaniu do pozostałych krajów regionu.

W Chinach tempo wzrostu PKB w I kw. 2013 r. było zbliżone do obserwowanego w poprzednim kwartale i wyniosło 7,7 % r/r (wobec 7,9% r/r w IV kw. 2012 r.; Wykres 1.9). Wzrost gospodarczy był wspierany zarówno przez rosnącą konsumpcję, jak i – choć w nieco mniejszym stopniu niż w poprzednim kwartale – wzrost inwestycji. Równocześnie dodatni wkład do wzrostu PKB miał eksport netto. Dostępne dane wskazują, że wśród innych największych gospodarek wschodzących, tempo wzrostu PKB dalej spadało w Rosji, zaś w Brazylii oraz w nieco mniejszym stopniu w Indiach – przyspieszyło.

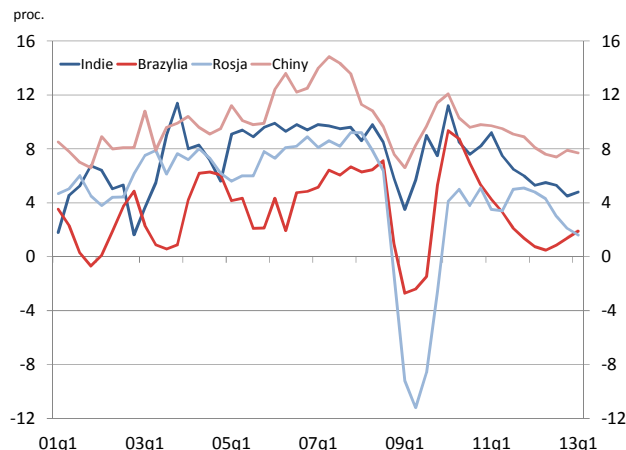
1.2. Procesy inflacyjne za granicą

Niska aktywność gospodarcza na świecie sprzyjała utrzymaniu inflacji na umiarkowanym poziomie, choć od kilku kwartałów widoczne są różnice w kształtowaniu się dynamiki cen w poszczególnych grupach krajów. W gospodarkach rozwiniętych w 2013 r. inflacja nadal się obniżała, natomiast w gospodarkach wschodzących – po wzroście inflacji obserwowanym od połowy 2012 r. – w marcu i w kwietniu br. odnotowano jej wyraźny spadek (Wykres 1.10).

Dalszemu spadkowi inflacji w gospodarkach rozwiniętych sprzyjał zarówno niski popyt, jak i – przekładający się na niższą dynamikę cen energii i żywności – spadek cen surowców na rynkach światowych. Z kolei w wielu gospodarkach

Wykres 1.9

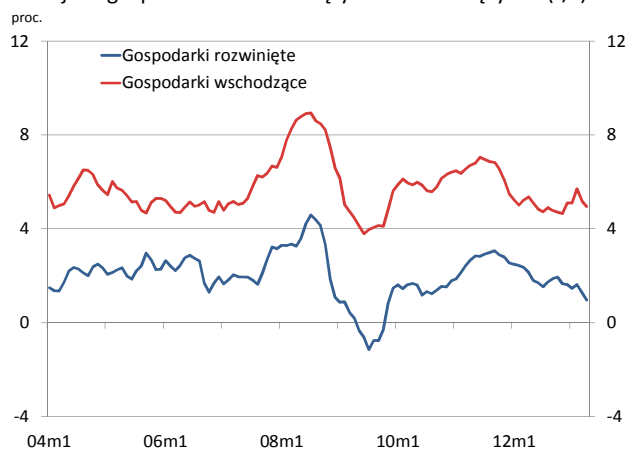
Wzrost gospodarczy w Chinach, Indiach, Brazylii i Rosji (r/r)



Źródło: Dane Ecwin.

Wykres 1.10

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



Źródło: Dane MFW, OECD, 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 przyjmowanym przez MFW. Wagi dla poszczególnych krajów przyjęto zgodnie z ich PKB.

wschodzących presja popytowa nie nasiliła się, a przejściowe przyspieszenie inflacji było związane ze wzrostem dynamiki cen żywności, która jednak w ostatnim okresie nieco osłabła.

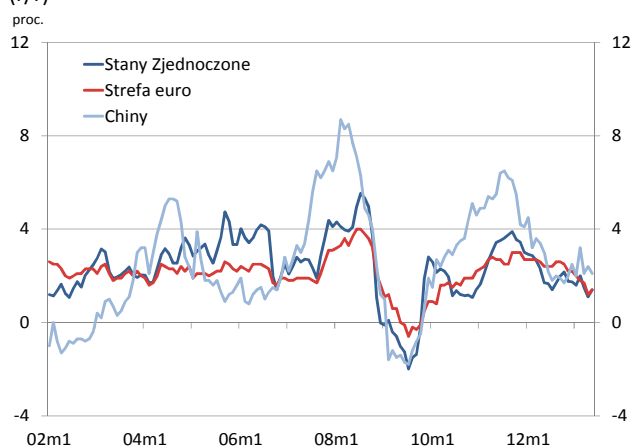
Od publikacji poprzedniego *Raportu* inflacja w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro nadal się obniżała (Wykres 1.11). W Stanach Zjednoczonych inflacja CPI wyniosła w maju br. 1,4% r/r (wobec średnio 1,7% r/r w I kw. br.). Podobnie w strefie euro, według wstępnych danych, inflacja HICP była równa 1,4% r/r (wobec średnio 1,8% r/r w I kw. br.). Spadek inflacji w obu gospodarkach wynikał przede wszystkim ze znaczącego obniżenia dynamiki cen energii, a w Stanach Zjednoczonych także z pewnego spadku dynamiki cen żywności. Jednocześnie, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w strefie euro, utrzymująca się ujemna luka popytowa sprzyjała także obniżeniu się inflacji bazowej⁴.

Natomiast w części gospodarek wschodzących, w tym w Chinach, inflacja – po przejściowym wzroście w pierwszych miesiącach br. – w ostatnim okresie obniżyła się. Spadek inflacji nastąpił tam wraz ze spowolnieniem dynamiki cen żywności, po jej wcześniejszym wzroście wynikającym z niekorzystnych uwarunkowań pogodowych (Wykres 1.11). Równocześnie w Chinach w kierunku podwyższenia inflacji oddziaływał w ostatnich miesiącach nieznaczny wzrost inflacji bazowej, która pozostaje jednak na poziomie zbliżonym do średniej z ostatnich dwóch lat.

Z kolei w krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja w ostatnich miesiącach znacząco się obniżyła (Wykres 1.12), co wynikało ze znacznego spadku cen energii i – nieco mniejszego – cen żywności. Równocześnie inflacja bazowa w warunkach osłabionej koniunktury, także spadała. W części krajów (w Czechach i na Węgrzech) niższa inflacja w br. wynika ponadto z wygaśnięcia

Wykres 1.11

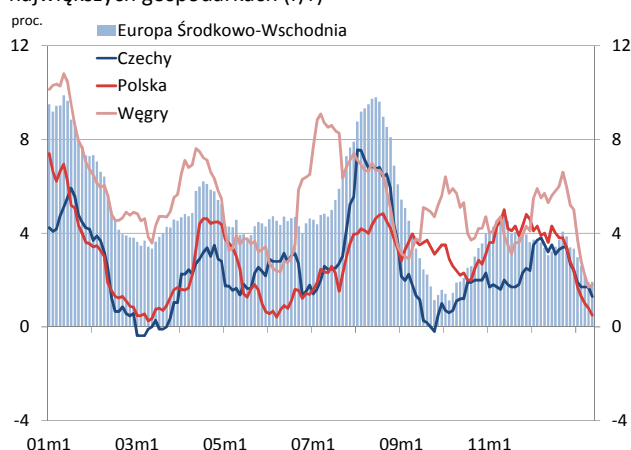
Inflacja CPI (Stany Zjednoczone i Chiny) oraz HICP (strefa euro) (r/r)



Źródło: Dane OECD, Eurostat.

Wykres 1.12

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



Źródło: Bloomberg.

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

⁴ W Stanach Zjednoczonych inflacja bazowa obniżyła się do 1,7% w maju br. (wobec średnio 1,9% w I kw. br.), zaś w strefie euro do 1,3% w maju br. (wobec średnio 1,5% w I kw. br.).

statystycznego efektu bazy związanego z podwyżką podatku VAT na początku 2012 r.

1.3. Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe

W ostatnim okresie główne banki centralne nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną, w tym część z nich zwiększyła skalę luzowania monetarnego (Wykres 1.13, Wykres 1.14).

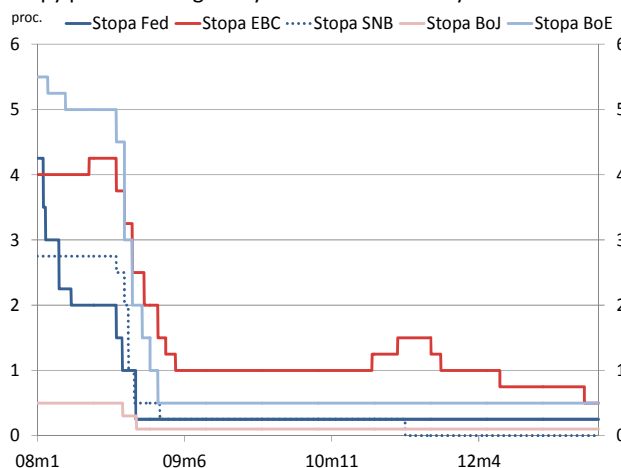
Fed utrzymał swoją deklarację pozostawienia krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%) do momentu, kiedy stopa bezrobocia obniży się poniżej 6,5%, prognozowana w okresie 1-2 lat inflacja nie przekroczy 2,5%, przy jednoczesnym zakotwiczeniu długo-terminowych oczekiwań inflacyjnych. Utrzymał przy tym tempo zakupu aktywów na poziomie 85 mld USD miesięcznie, sygnalizując jednak dwukrotnie (w połowie maja i w połowie czerwca 2013 r.) możliwość jego zmniejszenia w ciągu 2013 r.

Z kolei EBC obniżył stopę podstawowych operacji refinansujących o 0,25 pkt proc. oraz stopę kredytu w banku centralnym o 0,50 pkt proc. do poziomów odpowiednio 0,50% oraz 1,00%, pozostawiając stopę depozytu w banku centralnym na poziomie 0,00%. Ponadto EBC utrzymał gotowość do wprowadzenia programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym.

Bank Anglii nie zmienił krótkoterminowych stóp procentowych, pozostawiając główną stopę procentową na poziomie 0,50%. Rozszerzył natomiast skalę ogłoszonego w czerwcu 2012 r. programu refinansowania akcji kredytowej i przesunął termin jego zakończenia ze stycznia 2014 r. na styczeń 2015 r. (por. Ramka 1 *Programy refinansowania akcji kredytowej ogłoszone przez wybrane banki centralne*).

Wykres 1.13

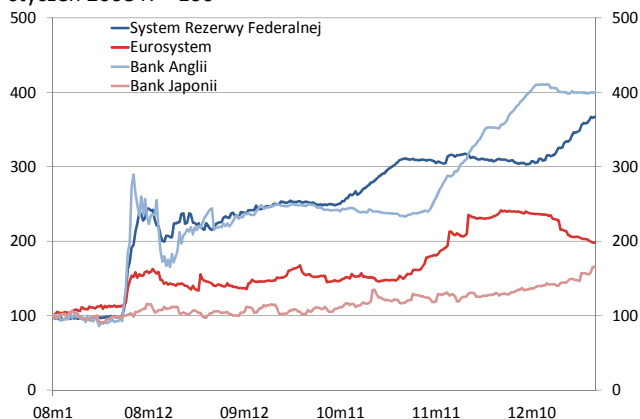
Stopy procentowe głównych banków centralnych



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.14

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



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Bank Japonii utrzymywał krótkoterminowe stopy procentowe na niezmiennym poziomie (0,00-0,10%), ogłaszając jednocześnie nowy program zakupu aktywów. Program ten ma na celu podwojenie bazy monetarnej w ciągu dwóch lat i ma pomóc w osiągnięciu celu inflacyjnego 2%. W ramach tego programu, Bank Japonii zobowiązał się do podwojenia wartości posiadanych obligacji skarbowych oraz aktywów finansowych sektora prywatnego. W efekcie Bank Japonii będzie kupował aktywa o wartości 51 bln JPY rocznie. Oznacza to ponad trzykrotne zwiększenie skali zakupu aktywów przez Bank Japonii w porównaniu do poprzedniego programu.

Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) utrzymał pasmo wahań dla 3-miesięcznej stopy LIBOR w przedziale 0,00-0,25%. Ponadto SNB podtrzymywał gotowość do dalszych nieograniczonych interwencji walutowych w celu obrony dolnej granicy kursu walutowego na poziomie 1,20 EUR/CHF.

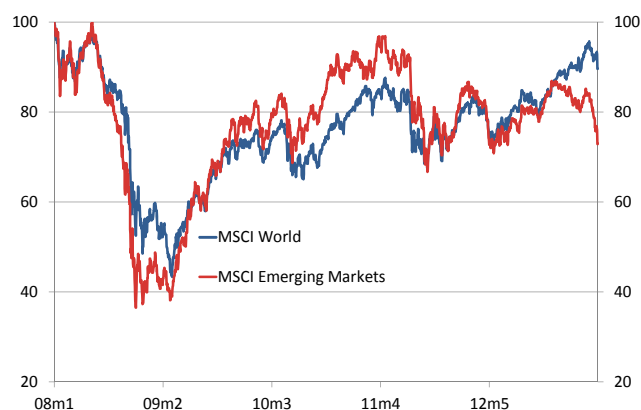
Wiele banków centralnych z rynków wschodzących oraz małych gospodarek rozwiniętych kontynuowało luzowanie polityki pieniężnej lub utrzymało stopy procentowe na niezmiennym poziomie⁵. Równocześnie Narodowy Bank Węgier ogłosił program mający na celu wsparcie akcji kredytowej (por. Ramka 1 *Programy refinansowania akcji kredytowej ogłoszone przez wybrane banki centralne*).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych wykazywały się znaczną zmiennością, przy zróżnicowaniu tendencji pomiędzy rynkami rozwiniętymi i wschodzącymi (Wykres 1.15).

Na rynkach finansowych krajów rozwiniętych do połowy maja 2013 r. nastroje poprawiały się, co związane było z kontynuacją łagodzenia ilościowego przez główne banki centralne oraz oczekiwaniami na stopniową poprawę koniunktury w tych krajach. Z kolei w wielu krajach

Wykres 1.15

Indeksy giełdowe na świecie, styczeń 2008 r. = 100



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.16

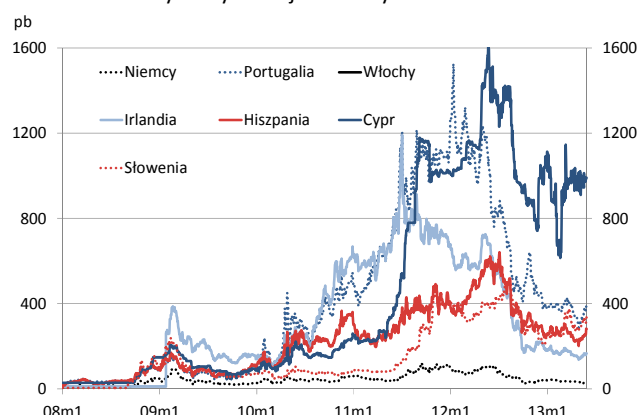
Indeksy giełdowe w Niemczech (DAX 30), Japonii (Nikkei 225) i Stanach Zjednoczonych (S&P 500), styczeń 2008 r. = 100



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 1.17

Stawki CDS w wybranych krajach strefy euro



Źródło: Dane Bloomberg.

⁵ Wyjątkami były Bank Brazylii, który w kwietniu i czerwcu 2013 r. podwyższył stopy procentowe, łącznie o 0,75 pkt proc., oraz Bank Indonezji, który w czerwcu podniósł stopy procentowe o 0,25 pkt proc.

wschodzących, zwłaszcza w Europie Środkowo-Wschodniej i w Ameryce Łacińskiej, skalę poprawy sentymentu ograniczały publikacje gorszych od oczekiwań danych gospodarczych.

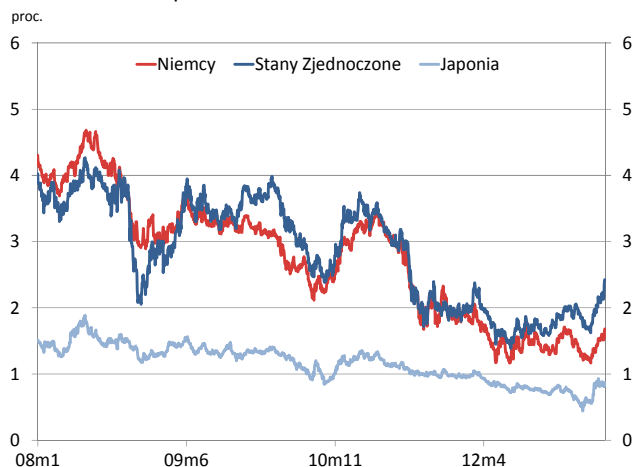
Poprawa nastrojów na rynkach finansowych do połowy maja 2013 r. miała wpływ na dalsze obniżenie oceny ryzyka kredytowego większości krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. W tym samym kierunku oddziaływała również kontynuacja działań mających na celu zmniejszanie nierównowagi sektora finansów publicznych w tych krajach. Znalazło to odzwierciedlenie w dalszym spadku stawek CDS dla ich obligacji skarbowych, które przejściowo znalazły się na najniższym od dwóch lat poziomie (Wykres 1.17). Wydarzenia mogące potencjalnie wpłynąć na zmianę tego trendu, takie jak wzrost ryzyka politycznego we Włoszech, nasilenie kryzysu finansowego na Cyprze i w Słowenii oraz pogarszające się od połowy maja nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, choć prowadziły do pewnego wzrostu stawek CDS, nie miały istotnego wpływu na postrzeganie ryzyka kredytowego krajów strefy euro najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, głównie z uwagi na gotowość EBC do wprowadzenia programu zakupu obligacji skarbowych tych krajów.

Widoczne od połowy maja 2013 r. pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych, było spowodowane sygnałami wcześniejszego niż zakładano zmniejszenia skali luzowania monetarnego w Stanach Zjednoczonych. Pogorszenie to przełożyło się na silny spadek cen akcji na giełdach światowych, w tym zwłaszcza na rynkach wschodzących. Przybrało ono na sile w drugiej połowie czerwca 2013 r., po komunikacie Fed wskazującym na wzrost prawdopodobieństwa zmniejszenia skali jego programu zakupu aktywów.

Szczególnie silny wzrost zmienności cen akcji miał miejsce w Japonii (Wykres 1.16). Do połowy maja 2013 r. nastroje na tamtejszych rynkach

Wykres 1.18

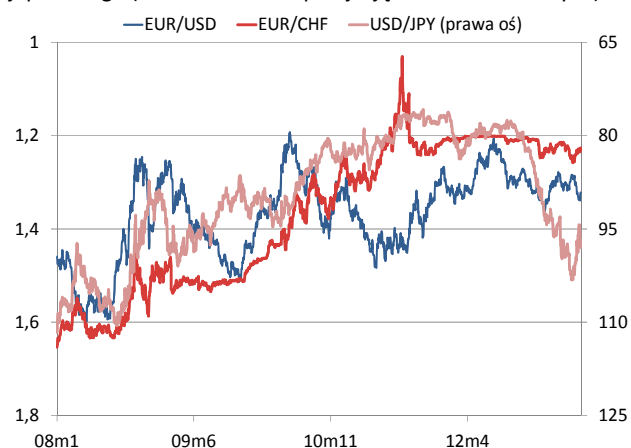
Rentowności 10-letnich obligacji w Stanach Zjednoczonych, w Niemczech i w Japonii



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.19

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



Źródło: Dane Bloomberg.

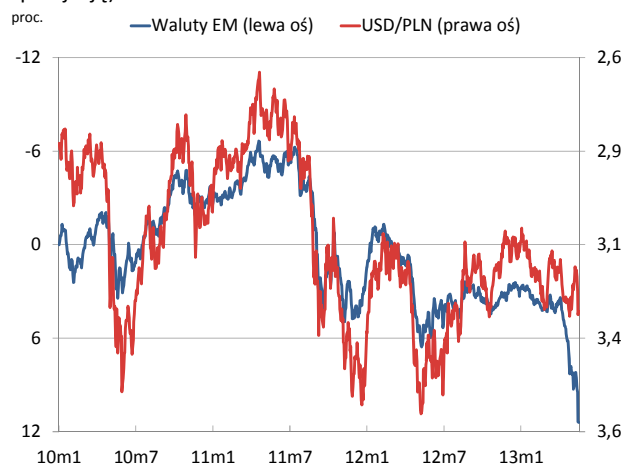
finansowych poprawiały się znacząco na skutek oczekiwań rynku, że działania stymulacyjne banku centralnego i rządu będą oddziaływały w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego w tym kraju. Jednak od połowy maja 2013 r. japońskie indeksy giełdowe obniżały się po ogłoszeniu szczegółów rządowego programu stymulacji, wzmacnianego dodatkowo pogorszeniem nastrojów na rynkach światowych.

Od połowy maja 2013 r. rentowności obligacji skarbowych na świecie wzrosły pod wpływem sygnałów dotyczących możliwości zmniejszenia skali łagodzenia monetarnego przez Rezerwę Federalną, przy czym szczególnie silny wzrost rentowności obligacji zanotowano w krajach wschodzących.

Pogorszenie sentymentu na międzynarodowych rynkach finansowych od połowy maja znalazło odzwierciedlenie w istotnej deprecjacji walut rynków wschodzących, które wzmacniały się od września 2012 r. (Wykres 1.20). Niektóre banki centralne interweniowały w celu ograniczenia skali deprecjacji swoich walut.

Wykres 1.20

Skumulowane zmiany indeksu kursów walut rynków wschodzących (EM) na tle kursu USD/PLN (wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych 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. Programy refinansowania akcji kredytowej ogłoszone przez wybrane banki centralne

W ostatnich miesiącach Bank Anglii (BoE), Bank Japonii (BoJ) i Narodowy Bank Węgier (MNB) ogłosiły nowe programy wsparcia płynnościowego dla sektora finansowego, nakierowane *explicite* na wspieranie akcji kredytowej dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (BoE, BoJ) albo wyłącznie małych i średnich przedsiębiorstw (MNB). Skala tych programów jest znaczna – nawet do 8% PKB (BoE). Program BoE funkcjonuje od sierpnia 2012 r., a pozostałe zostały wprowadzone w czerwcu 2013 r. (szczegółowe zestawienie dostępnych informacji przedstawiono w Tabeli R.1.1).

Konstrukcja programów

W ramach programów banki centralne udzielają instytucjom finansowym kredytów (MNB, BoJ) lub oferują zamianę aktywów o niskiej jakości (np. portfele kredytowe) na papiery skarbowe (tzw. *collateral swap*, BoE). Finansowanie jest oferowane na długi okres (nawet do dziesięciu lat w przypadku programu MNB) przy bardzo niskim oprocentowaniu, wahającym się od 0% (MNB, przy stopie podstawowej banku centralnego obecnie na poziomie 4,50%) do maksymalnie 1,50% (BoE). Maksymalna kwota, a – w przypadku programu BoE – również koszt środków pozyskanych w ramach programów, są ściśle uzależnione od wartości udzielonych kredytów.

Mechanizm działania

Celem programów jest zmniejszenie kosztów (BoE, BoJ) oraz zwiększenie dostępności (MNB) finansowania dla banków, a w konsekwencji dla sektora niefinansowego. Program MNB adresowany jest wyłącznie do małych i średnich przedsiębiorstw, które mają szczególnie utrudniony dostęp do kredytu, a ich działalność – w ocenie MNB – jest kluczowa z punktu widzenia produktu potencjalnego i zatrudnienia w węgierskiej gospodarce. Przez obniżenie kosztów odsetkowych dla przedsiębiorstw i poprawę wyników finansowych banków, program MNB ma się ponadto

przyczynić do obniżenia ryzyka kredytowego w węgierskim sektorze bankowym.

Tabela R.1.1.

Szczegóły poszczególnych programów refinansowania akcji kredytowej

Nazwa	Bank Anglii (BoE) Funding for Lending Scheme (FLS)	Bank Japonii (BoJ) Stimulating Bank Lending Facility (SBLF)	Narodowy Bank Węgier (MNB) Funding for Growth Scheme (FGS)
Cel	Zwiększenie akcji kredytowej poprzez obniżenie kosztu pozyskania finansowania dla sektora bankowego	Zwiększenie akcji kredytowej poprzez obniżenie kosztu pozyskania finansowania dla sektora bankowego	Poprawa akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw poprzez zmniejszenie kosztów ich obsługi za pomocą preferencyjnego oprocentowania.
Podmioty uczestniczące	Banki komercyjne i spółdzielnie budowlane	Wszystkie instytucje finansowe	Banki komercyjne
Docelowy sektor	Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa	Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa	Małe i średnie przedsiębiorstwa (MSP)
Data rozpoczęcia	Sierpień 2012	Czerwiec 2013	Czerwiec 2013
Planowana data zakończenia	Styczeń 2015 ⁶	Czerwiec 2014	Nie sprecyzowano
Szacowana wielkość programu	135 mld GBP (ok. 8% PKB)	15 bln JPY (ok. 3% PKB)	425 mld HUF (1,5% PKB)
Forma transakcji	Collateral swap	Kredyt	Kredyt
Zapadalność	4 lata (możliwa wcześniejsza spłata)	1-3 lat, z możliwością zrolowania na czwarty rok	Do 10 lat
Akceptowalne zabezpieczenie	Najszerzy zakres aktywów, w tym obligacje sektora rządowego i prywatnego, listy zastawne, ABS i CMBS, akcje korporacji międzynarodowych, akceptowane papiery w walutach obcych oraz portfele kredytów, rating A3/A- lub wyżej	Szeroki zakres aktywów, w tym obligacje sektora rządowego i prywatnego, akceptowane papiery w walutach obcych	Nie sprecyzowano
Płatność banku centralnego	9-miesięczne bony skarbowe	gotówka	gotówka
Maksymalna pula dla podmiotu uczestniczącego	Uzależniona od wartości udzielonych kredytów. Suma 5% wartości kredytów udzielonych na koniec czerwca 2012 r. i wartości kredytów udzielonych dla gospodarstw domowych i dużych przedsiębiorstw w okresie od lipca 2012 r. do końca 2014 r. Od 2014 r. – w przypadku kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw – 10-krotności wartości kredytów udzielonych w 2013 r., 5-krotności kredytów udzielonych w 2014 r. oraz równowartości kredytów udzielonych pozostałym podmiotom	Równa wzrostowi wartości udzielonych kredytów w kwartale poprzednim do tego, w którym jest przyznana transza (łącznie cztery transze, z czego pierwsza w czerwcu 2013 r., a ostatnia w czerwcu 2014 r.)	Refinansowanie całości nowego kredytu udzielonego MSP przez bank komercyjny, pod warunkiem, że jego oprocentowanie nie przekracza 2,5% p.a.
Oprocentowanie	Od 0,25 do 1,5% w zależności od wielkości akcji kredytowej	0,1% (stopa referencyjna Banku Japonii)	0%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji dostępnych na stronach internetowych banków centralnych.

Poprzez bezpośrednie powiązanie warunków finansowania banków z wartością udzielonych kredytów władze monetarne starają się stworzyć silne bodźce do zwiększenia podaży kredytów dla sektora niefinansowego (tj. banki skorzystają na programach tym bardziej, im większą akcję kredytową będą prowadzić). W przypadku programu BoE dodatkowym bodźcem jest ulga kapitałowa dla nowoudzielonych kredytów wprowadzona przez brytyjski nadzór finansowy we wrześniu 2012 r., zgodnie z którą przyrost kredytów netto nie obciąża współczynników wypłacalności banków.

Efektywność

Skuteczność programów będzie uzależniona przede wszystkim od:

- partycypacji banków: możliwość tymczasowego pozyskania dobrej jakości aktywów od BoE czy BoJ może nie stanowić wystarczającej zachęty dla i tak bardzo płynnych banków angielskich i japońskich (udział płynnych papierów w aktywach banków angielskich jest aktualnie najwyższy od końca lat 70.). Dodatkowym czynnikiem ograniczającym wykorzystanie oferowanych programów może być presja ze strony nadzorców, zmuszająca banki do pozyskiwania długookresowych, stabilnych źródeł finansowania akcji kredytowej oraz poprawy adekwatności kapitałowej. Kolejną kwestią jest zmiana modeli biznesowych banków, które mogą dążyć do strukturalnego ograniczenia skali działalności (BoE, BoJ) lub być niechętne do udzielania – trudniejszych w ocenie – kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw (MNB).

⁶ 24 kwietnia 2013 r. przesunięto planowaną datę zakończenia ze stycznia 2014 na styczeń 2015 r.

- skłonności do przekazania przez banki korzystnych warunków finansowania klientom (zamiast przeznaczenia ich np. na odbudowę wyników finansowych i buforów kapitałowych): wstępne dane na temat funkcjonowania programu BoE – jedyne dotychczas wdrożone – wskazują, że pomimo pewnego wpływu na obniżenie kosztów kredytów dla gospodarstw domowych, nie przyczynił się on do pobudzenia akcji kredytowej w Wielkiej Brytanii. Najprawdopodobniej miał on natomiast pewien wpływ na obniżenie oprocentowania depozytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, oddziałując w kierunku podwyższenia dochodowości sektora bankowego. Aby wykluczyć nadużycia ze strony banków, konstrukcja programu MNB zakłada, że maksymalny poziom marży dla kredytów udzielanych w ramach programu wyniesie 2,5 pkt proc., co może być jednak niewystarczające do pokrycia kosztów ryzyka kredytowego w sektorze SME.
- popytu ze sfery realnej: do ograniczenia akcji kredytowej może się przyczyniać niski popyt w warunkach wieloletniej stagnacji gospodarczej. W Wielkiej Brytanii dostępność kredytów mieszkaniowych o wysokim LtV rośnie nieprzerwanie od połowy 2009 r., a badania ankietowe przedsiębiorstw wykazują, że główną barierą dla realizacji planów inwestycyjnych jest niepewność co do przyszłego popytu, a nie dostępność kredytów⁷.

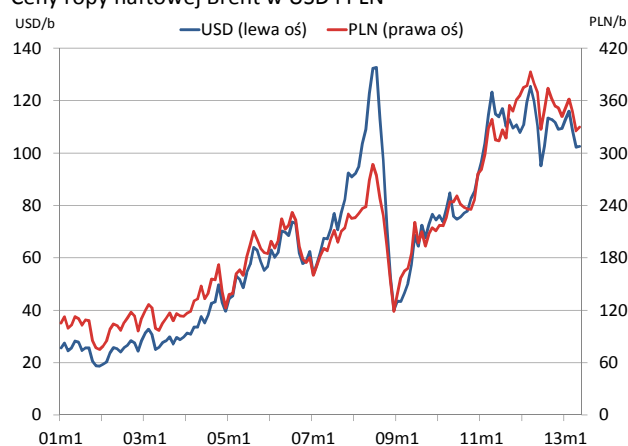
1.4. Światowe rynki surowców

Od poprzedniego *Raportu* zahamowany został wzrost większości cen na światowych rynkach surowców, co w znacznej mierze związane było z pogorszeniem perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego. Dodatkowo, niższym cenom surowców sprzyjała aprecjacja dolara amerykańskiego.

Ceny ropy naftowej od początku 2013 r., mimo istotnych wahań, utrzymały się na wysokim poziomie w porównaniu z wieloletnią średnią (Wykres 1.21). Wysokie ceny ropy były podtrzymywane przez rosnący popyt na paliwa płynne w krajach rozwijających się, w tym zwłaszcza w Chinach, a także utrzymujące się zakłócenia w produkcji tego surowca w krajach spoza OPEC⁸. Jednocześnie w kierunku spadku cen ropy oddziaływał przede wszystkim wzrost obaw

Wykres 1.21

Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

⁷ Zgodnie z ankietami przeprowadzonymi co dwa miesiące przez Stowarzyszenia Przemysłu Brytyjskiego (ang. *Confederation of British Industry*) głównym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych jest oczekiwany popyt, w drugiej kolejności ograniczenia techniczne, a dopiero w trzeciej – ograniczenia finansowe. W szczególności, 64% małych i średnich przedsiębiorstw, jako główną przyczynę niskich nakładów inwestycyjnych, wymieniało niepewność co do przyszłego popytu.

⁸ W I kw. 2013 r., podobnie jak w IV kw. ub. r., głównymi źródłami zakłóceń w dostawach ropy naftowej były Syria i Sudan Południowy. Równocześnie skala tych zakłóceń nie zmieniła się istotnie. Na początku II kw. 2013 r. Sudan Południowy wznowił w ograniczonym stopniu produkcję ropy. Niemniej, niepewność odnośnie do sytuacji politycznej w tym kraju, a także problemy techniczne mogą opóźnić powrót południowosudańskiej ropy naftowej na światowe rynki.

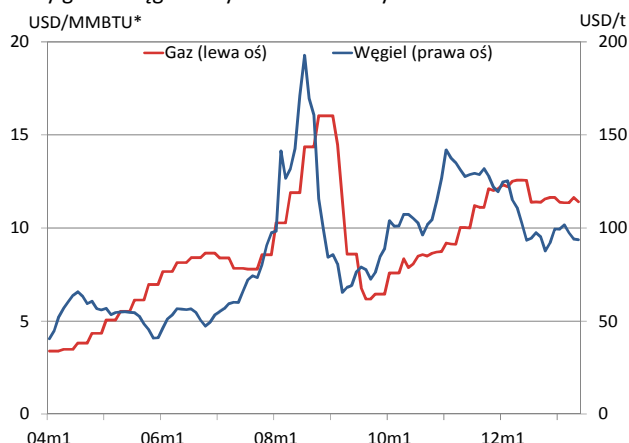
o perspektywy globalnego popytu na surowce wynikający z publikacji gorszych niż oczekiwano danych z części największych gospodarek.

Od poprzedniego *Raportu* ceny węgla – silnie reagujące na sygnały świadczące o pogorszeniu światowej koniunktury – nieco się obniżyły (Wykres 1.22). Jednocześnie ceny gazu nie zmieniły się istotnie⁹.

Z kolei ceny żywności utrzymały się na wysokim poziomie, choć podlegały istotnym wahaniom (Wykres 1.23)¹⁰. Na początku analizowanego okresu ceny żywności wzrosły, do czego przyczyniła się w szczególności susza w Nowej Zelandii. Natomiast ich późniejszy spadek wynikał przede wszystkim z obniżenia się cen pszenicy wskutek oczekiwań na dobre zbiory w nadchodzącym roku gospodarczym.

Wykres 1.22

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 1.23

Indeks Cen Surowców Rolnych (ICSR) w EUR (maj 2010=100)



Źródło: Dane Bloomberg, Reuters, obliczenia NBP.

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

¹⁰ W bieżącym *Raporcie o inflacji* przedstawiono nowy indeks cen żywności – Indeks Cen Surowców Rolnych (ICSR), który zastąpił dotychczas stosowany Indeks Światowych Cen Surowców Rolnych. ICSR w większym stopniu odzwierciedla sytuację na europejskich rynkach produktów rolnych, które są silniej powiązane z rynkiem krajowym. W skład indeksu wchodzi ceny: pszenicy, rzepaku, wieprzowiny, ziemniaków, cukru, kakao, kawy, odtłuszczonego mleka w proszku, masła, zagęszczonego mrożonego soku pomarańczowego. System wag wykorzystany w ICSR odwzorowuje strukturę konsumpcji polskich gospodarstw domowych. Indeks unormowany został względem obserwacji z maja 2010 r., co wynika z wykorzystania nowej metodyki obliczania indeksu począwszy od maja 2010 r. Wcześniejsze obserwacje indeksu pochodzą z przewalutowanego na EUR i unormowanego względem obserwacji z maja 2010 r. Indeksu Światowych Cen Surowców Rolnych.

Rozdział 2

GOSPODARKA KRAJOWA

2.1. Procesy inflacyjne

2.1.1. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

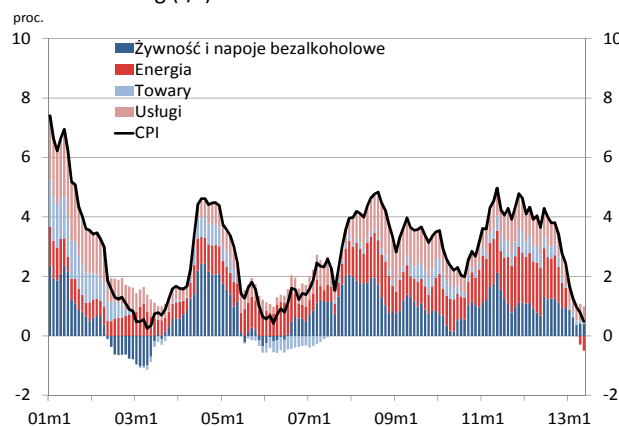
Od publikacji poprzedniego *Raportu* roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce nadal się obniżała. W maju br. osiągnęła ona poziom 0,5%, tj. kształtowała się poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (Wykres 2.1).

Spadek inflacji wynikał przede wszystkim z obniżenia dynamiki cen energii (Wykres 2.2), które przełożyło się także na dalsze ograniczenie presji kosztowej w gospodarce (por. rozdz. 2.1.3. *Ceny produkcji sprzedanej przemysłu*). Do spadku cen energii przyczynił się spadek administrowanych cen gazu ziemnego, który był efektem obniżki cen gazu dla gospodarstw domowych (w styczniu br.). Obniżenie rocznej dynamiki cen gazu wynikało również z wygaśnięcia (w kwietniu br.) dodatniego efektu bazy związanego z podwyżką cen gazu ziemnego w 2012 r. Ponadto w kierunku spadku cen energii oddziaływały niższe niż rok wcześniej ceny ropy naftowej i węgla na rynkach światowych w br. (por. rozdz. 1.4. *Światowe rynki surowców*). Na obniżenie dynamiki cen energii wpłynęła także mniejsza niż przed rokiem podwyżka administrowanych cen energii elektrycznej w styczniu br.

Czynnikami obniżającym inflację w analizowanym okresie było również spowolnienie wzrostu cen

Wykres 2.1

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Tabela 2.1

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

	2009	2010	2011	2012	2013				
	średniorocznie				sty	lut	mar	kwi	maj
CPI (%)	3,5	2,6	4,3	3,7	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5
Żywność i napoje (pkt proc.)	1,0	0,7	1,3	1,0	0,8	0,6	0,4	0,4	0,4
Energia (pkt proc.)	0,8	1,0	1,5	1,4	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5
Towary (pkt proc.)	0,4	0,3	0,5	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Usługi (pkt proc.)	1,2	0,6	1,0	0,9	0,6	0,4	0,5	0,6	0,5

Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

żywności, związane ze wzrostem krajowej podaży większości produktów rolnych, przy jednoczesnej utrzymującej się niskiej dynamice sprzedaży detalicznej żywności (por. rozdz. 2.2.1. *Popyt konsumpcyjny*)¹¹.

Spadkowi inflacji sprzyjał brak presji popytowej i płacowej w gospodarce. Spożycie indywidualne znajdowało się w stagnacji. Nadal też spadała dynamika płac.

2.1.2. Inflacja bazowa

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wszystkie analizowane miary inflacji bazowej obniżyły się, choć ich spadek był znacznie mniejszy niż inflacji CPI (Wykres 2.4). Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, obniżył się z 1,4% na koniec ubiegłego roku do 1,0% w maju br.

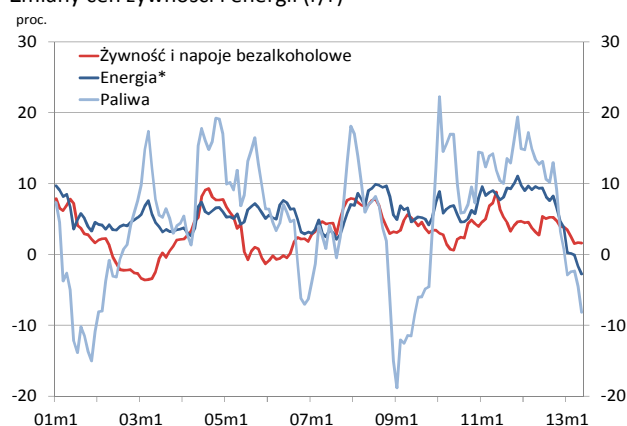
Do obniżenia inflacji bazowej w analizowanym okresie w największym stopniu przyczyniły się promocje na rynku telefonii komórkowej, a w maju br. – nowe oferty na rynku telefonii stacjonarnej. Jednocześnie, przy stosunkowo stabilnej dynamice cen towarów nieżywnościowych (Wykres 2.3), w kierunku wzrostu inflacji bazowej oddziaływał wzrost cen usług w zakresie rekreacji i kultury, związany z podwyżkami opłat za telewizję cyfrową.

2.1.3. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

W I kw. br. spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) pogłębił się do -0,7% r/r (z -0,1% r/r w poprzednim kwartale). Na spadek rocznego wskaźnika PPI złożył się dalszy spadek cen w górnictwie i wydobywaniu oraz obniżenie się dynamiki cen w energetyce (Wykres 2.6)¹². Spadek PPI był związany z obniżeniem się cen surowców energetycznych, w tym przede wszystkim ropy

Wykres 2.2

Zmiany cen żywności i energii (r/r)

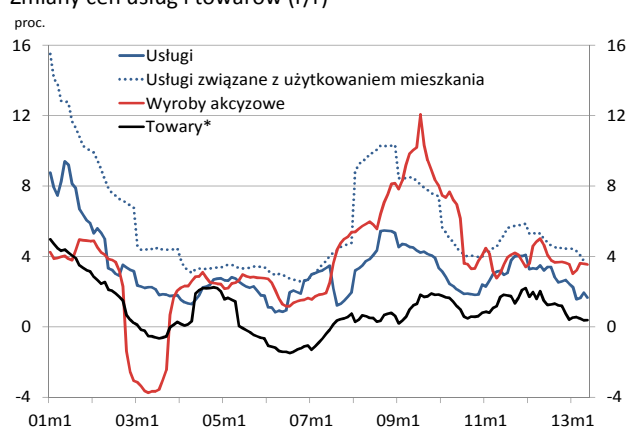


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

*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)

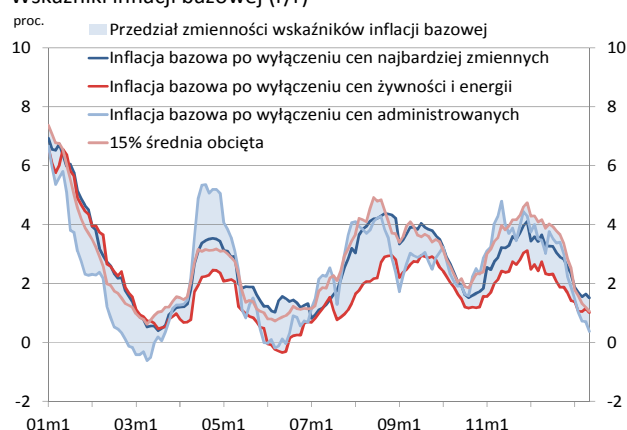


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.4

Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

¹¹ Wysoka podaż utrzymywała się m.in. na rynku mięsa wskutek przekierowania części mięsa z eksportu na rynek krajowy (było to związane z wprowadzeniem zakazu uboju rytualnego oraz z nagłośnionymi przez media przypadkami wykrycia na rynku europejskim koniny w eksportowanym mięsie wołowym).

Do obniżenia dynamiki cen żywności przyczyniło się też wygaśnięcie niekorzystnego efektu bazy związanego z silnym wzrostem cen jaj w marcu ub.r. (wskutek wprowadzenia nowych regulacji unijnych dotyczących chowu klatkowego kur).

¹² W kwietniu br. wskaźnik PPI spadł do -2,1% r/r (wobec -0,7% r/r w poprzednim miesiącu), a w maju br. do -2,5% r/r. W obu miesiącach na spadek wskaźnika PPI złożył się dalszy spadek cen we wszystkich sekcjach przemysłu, w tym największy w przetwórstwie przemysłowym.

naftowej i węgla na rynkach światowych¹³. W połączeniu z silniejszym niż rok wcześniej kursem złotego, niższe ceny ropy naftowej i węgla przełożyły się na spadek cen paliw i opału, przyczyniając się dodatkowo do dalszego spadku cen producenta. Sprzyjało to osłabieniu presji kosztowej w gospodarce.

Ceny producenta na rynku krajowym obniżyły się w I kw. br. o 0,1% r/r, a na rynku dóbr eksportowanych o 1,6% r/r. Większy spadek cen w sektorze eksportowym był związany z aprecjacją złotego (w ujęciu rocznym) oraz słabym popytem zewnętrznym.

2.1.4. Ceny importu

Ceny towarów importowanych wyrażone w złotych, których roczna dynamika od początku 2012 r. stopniowo obniżała się, w IV kw. ub. r. spadły o 2,7% r/r (Wykres 2.7). Spadek tych cen wynikał z silniejszego niż rok wcześniej kursu złotego, przy nadal ujemnej dynamice cen w handlu światowym (Wykres 2.8).

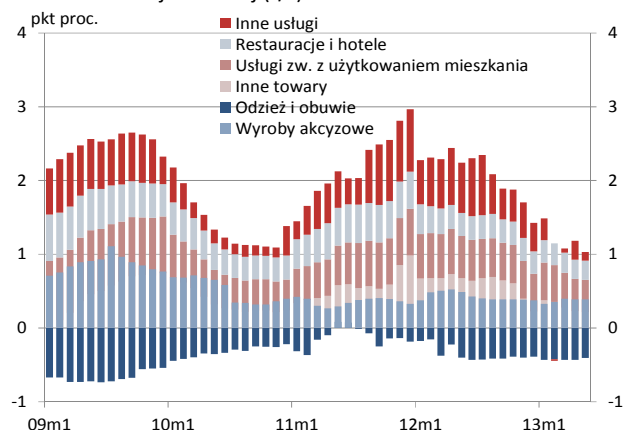
2.1.5. Oczekiwania inflacyjne

Od publikacji poprzedniego *Raportu* oczekiwania analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy utrzymywały się w pobliżu celu inflacyjnego, kształtując się w czerwcu br. na poziomie 2,2% r/r (wobec 2,2% r/r w lutym br.; Wykres 2.9). Równocześnie obniżały się ich prognozy inflacji średniorocznej w 2013 r. i w 2014 r. (odpowiednio z 1,9% w lutym br. do 1,1% w czerwcu br. i z 2,6% do 2,1%) oraz – nieznacznie – inflacji w 2015 r. (z 2,7% do 2,6%).

Na podobne oczekiwania dotyczące inflacji średniorocznej w latach 2013-2015 wskazują też wyniki *Ankiety Makroekonomicznej NBP* z marca

Wykres 2.5

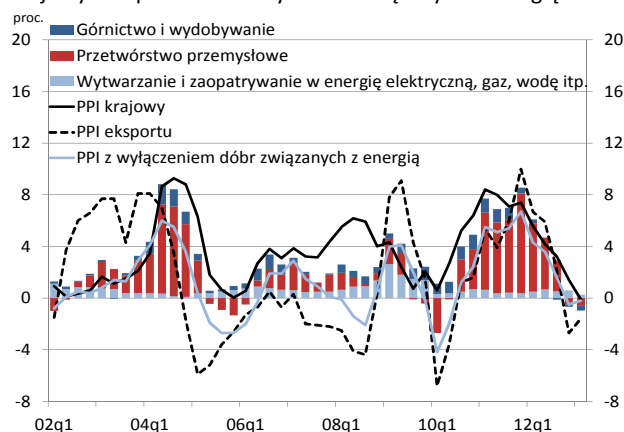
Struktura inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.6

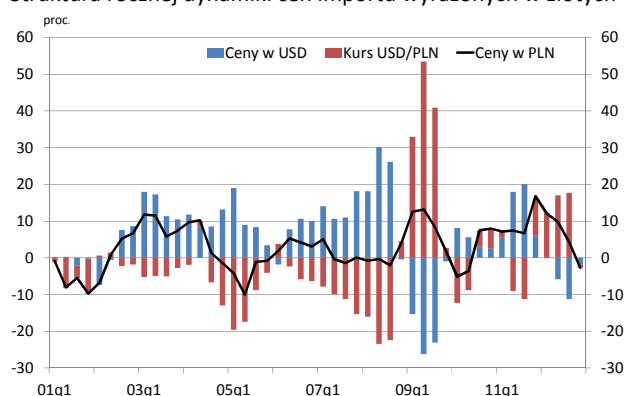
Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu oraz z wył. dóbr związanych z energią



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.7

Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych



Źródło: Dane GUS i CPB, obliczenia NBP.

¹³ Wpływ spadku cen dóbr związanych z wytwarzaniem energii, w tym ropy naftowej, na kształtowanie się wskaźnika PPI ogółem w I kw. br. potwierdza jednoczesny wzrost wskaźnika PPI po wyłączeniu cen tych dóbr do -0,2% r/r z -0,5% r/r w poprzednim kwartale.

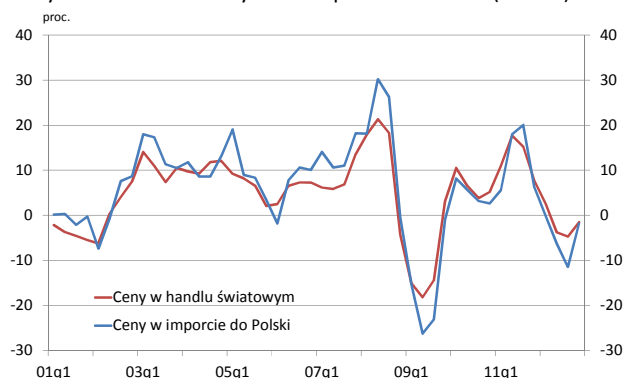
br.¹⁴ Mediana probabilistycznej prognozy zagregowanej na 2013 r. wynosi 1,5%, na 2014 r. 2,2%, a na 2015 r. 2,7%.¹⁵ Jednocześnie prawdopodobieństwo ukształtowania się średniorocznej inflacji w przedziale odchyłań od celu inflacyjnego, tj. 1,5%-3,5%, w 2013 r. wyraźnie się obniżyło w porównaniu z wynikami ankiety z grudnia ub.r. i wynosi obecnie 48% (wobec 81% poprzednio). Natomiast w kolejnych dwóch latach prawdopodobieństwo pozostawania inflacji w tym przedziale wzrosło do odpowiednio 74% (z 67% poprzednio) i 69% (Tabela 2.2)¹⁶.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy, które w IV kw. ub. r. kształtowały się na poziomie celu inflacyjnego, tj. 2,5%, w I kw. br. obniżyły się do 1,1%, tj. najniższego poziomu w historii badania. Spadek oczekiwań inflacyjnych wynikał głównie ze zmiany bieżącej inflacji znanej przedsiębiorstwom w momencie przeprowadzania badania¹⁷.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* pogłębił się też spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych. W maju br. oczekiwania te obniżyły się do poziomu 0,9% (wobec 2,2% w lutym br.). Podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw, spadek oczekiwań osób prywatnych w analizowanym okresie był efektem przede wszystkim obniżania się bieżącej inflacji.

Wykres 2.8

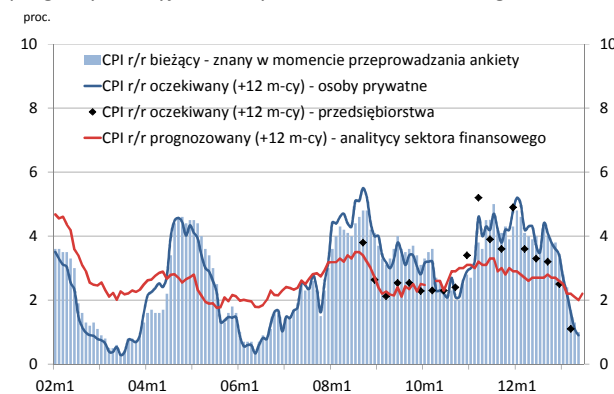
Ceny w handlu światowym i w imporcie do Polski (w USD)



Źródło: Dane GUS i CPB, obliczenia NBP.

Wykres 2.9

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	1,5	1,2-1,9	0,6-2,9	48%
2014	2,2	1,7-2,7	0,5-3,9	74%
2015	2,6	2,0-3,2	0,6-4,7	69%

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z marca 2013 r.

¹⁴ 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>

¹⁵ Mediana probabilistycznej prognozy zagregowanej powstaje w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych ankietowanych ekspertów.

¹⁶ Ankieta z grudnia ub. r. nie obejmowała roku 2015.

¹⁷ Pytanie ankietowe adresowane do przedsiębiorstw jest formułowane w odniesieniu do bieżącej inflacji. W ostatnim badaniu brzmiało ono następująco: „W styczniu br. CPI (inflacja) wyniósł 1,7% 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”.

2.2. Popyt i produkcja

Po silnym spowolnieniu wzrostu w 2012 r., w I kw. 2013 r. roczne tempo wzrostu PKB ponownie nieco się obniżyło. Według szacunków GUS dynamika PKB wyniosła 0,5% r/r w I kw. br. (wobec 0,7% r/r w IV kw. ub. r.; Wykres 2.10, Tabela 2.3). Zgodnie z szacunkami NBP, również w ujęciu kwartalnym tempo wzrostu PKB w I kw. br. pozostało niskie i wyniosło 0,1% kw/kw (wobec 0,2% kw/kw w IV kw. ub. r.; dane po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

Wzrost PKB w I kw. br. obniżany był nadal – choć w mniejszym stopniu niż w IV kw. ub.r. – przez spadek popytu krajowego. Na spadek popytu krajowego złożyła się wciąż ujemna dynamika inwestycji, nieznaczny spadek spożycia ogółem oraz ujemny wkład zapasów do wzrostu PKB. Jednocześnie wzrost PKB w I kw. 2013 r. był podtrzymywany przez poprawę, choć znacząco słabszą niż w IV kw. 2012 r., eksportu netto.

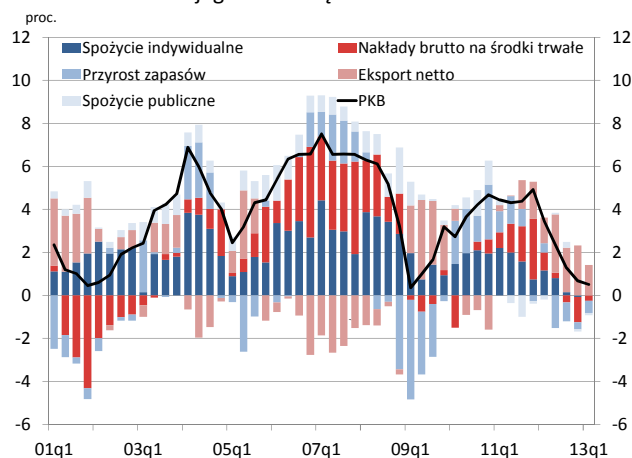
W I kw. br. wciąż spadały inwestycje, do czego – oprócz wyraźnego obniżenia się inwestycji publicznych i gospodarstw domowych – przyczyniło się także wyhamowanie inwestycji przedsiębiorstw, które dotychczas oddziaływały w kierunku podtrzymania popytu inwestycyjnego ogółem. Ograniczenie inwestycji było związane z utrzymującą się niepewnością dotyczącą przyszłej sytuacji gospodarczej, niekorzystnymi prognozami popytu i produkcji oraz z trwającym procesem zacieśnienia fiskalnego.

Jednocześnie dynamika spożycia ogółem nieznacznie spadła i wyniosła -0,1% r/r w I kw. 2013 r. (wobec -0,3% r/r w IV kw. ub. r.), co przy stagnacji popytu konsumpcyjnego, było wynikiem spadku spożycia publicznego.

W I kw. 2013 r. znacząco obniżyła się dynamika eksportu (do 1,3% r/r wobec 3,2% r/r w IV kw. ub.r.), co można wiązać z utrzymywaniem się niskiej aktywności gospodarczej za granicą, a

Wykres 2.10

Wzrost PKB wraz z jego strukturą



Źródło: Dane GUS.

Tabela 2.3

Tempo wzrostu PKB (r/r)

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

Źródło: Dane GUS.

zwłaszcza recesją w strefie euro¹⁸. Jednocześnie pewne wyhamowanie spadku importu (jego dynamika wyniosła -1,7% r/r w I kw. br. wobec -2,4% r/r w IV kw. ub.r.), przełożyło się na zmniejszenie dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, który w I kw. 2013 r. wyniósł 1,4 pkt proc. (wobec 2,4 pkt proc. w IV kw. ub. r.).

2.2.1. Popyt konsumpcyjny

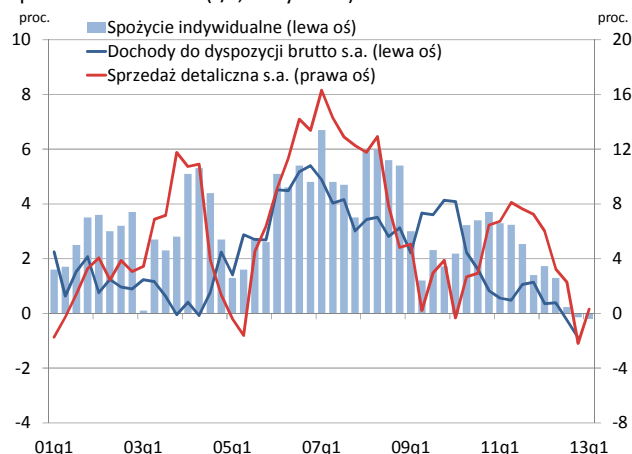
W I kw. br. utrzymała się stagnacja popytu konsumpcyjnego. Dynamika spożycia indywidualnego w I kw. br. wyniosła zero (wobec poziomu -0,2% r/r w IV kw. ub. r.; Wykres 2.11). Według szacunków NBP, spożycie indywidualne w ujęciu kwartalnym nie zmieniło się w porównaniu z IV kw. ub.r. (wobec spadku o 0,1% w IV kw. ub.r.; po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

Stagnacja popytu konsumpcyjnego w I kw. br. widoczna była w niskiej dynamice sprzedaży detalicznej w tym okresie¹⁹. W szczególności wciąż niska była dynamika sprzedaży żywności oraz paliw²⁰.

Stagnacja konsumpcji w I kw. br. była związana obniżeniem dynamiki wynagrodzeń i spadkiem zatrudnienia (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*), oraz pewnym obniżeniem dynamiki akcji kredytowej dla gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.6 *Kredyt i pieniądź*), przy wciąż negatywnych nastrojach konsumentów (Wykres 2.12). Jednocześnie, w ostatnim czasie poprawiła się nieco ocena koniunktury konsumenckiej w najbliższych 12 miesiącach²¹.

Wykres 2.11

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

Wykres 2.12

Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

¹⁸ Przedstawione dynamiki pochodzą z rachunków narodowych GUS (w PLN) i mogą się różnić od prezentowanych w rozdziale 2.2.4 *Eksport i import*, gdzie omawiane są dane GUS o handlu zagranicznym wyrównane sezonowo (w EUR).

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.

²⁰ Na podstawie danych wyrównanych sezonowo.

²¹ W szczególności poprawiły się oceny sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz ogólnej sytuacji gospodarczej w kraju w najbliższych 12 miesiącach, co znalazło odzwierciedlenie w pewnym wzroście wyprzedzającego wskaźnika koniunktury konsumenckiej.

2.2.2. Popyt inwestycyjny

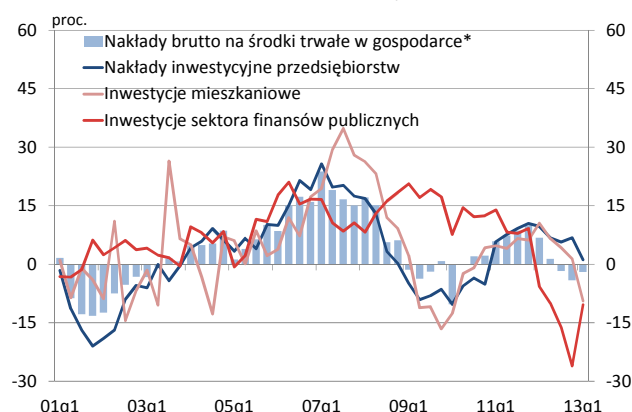
W I kw. 2013 r. spadek inwestycji w gospodarce spowolnił. Roczna dynamika nakładów brutto wyniosła -2,0% r/r wobec -4,1% r/r w IV kw. 2012 r. Według szacunków NBP, w ujęciu kwartalnym, dynamika inwestycji wzrosła (do 0,1% kw/kw w I kw. 2013 r. z -0,9% kw/kw w IV kw. ub.r.; po usunięciu wpływu wahań sezonowych).

Według szacunków NBP, do dalszego spadku inwestycji w gospodarce w I kw. 2013 r. przyczyniło się istotne wyhamowanie inwestycji przedsiębiorstw oraz silne obniżenie inwestycji mieszkaniowych (Wykres 2.13). Do spadku inwestycji mieszkaniowych mogło przyczynić się zakończenie rządowego programu dopłat *Rodzina na swoim* przy przesunięciu rozpoczęcia programu *Mieszkanie dla Młodych* na 2014 r. oraz pogarszająca się sytuacja ekonomiczna gospodarstw domowych. W I kw. 2013 r., wobec kontynuacji procesu ograniczania deficytu sektora finansów publicznych, inwestycje tego sektora w dalszym ciągu się obniżały (por. rozdz. 2.2.3. *Popyt sektora finansów publicznych*).

W II kw. 2013 r., według badań koniunktury NBP, przedsiębiorstwa przewidują utrzymanie się aktywności inwestycyjnej na niskim poziomie, pomimo niewielkiego wzrostu optymizmu firm w tym obszarze (Wykres 2.14)²². Na nadal niekorzystne perspektywy inwestycji przedsiębiorstw wskazuje niski poziom wskaźnika nowych inwestycji (poniżej poziomu wieloletniej średniej), a także utrzymujące się ujemne saldo planowanych zmian wielkości nakładów ogółem. O niskiej aktywności inwestycyjnej firm może także świadczyć dalszy spadek wartości kosztorysowej nowo rozpoczętych inwestycji ogółem²³.

Wykres 2.13

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

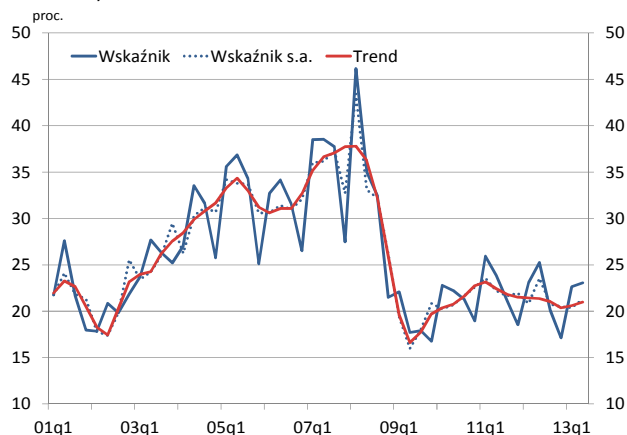


Źródło: Szacunki NBP.

*Dane GUS (dane nieodsezonowane).

Wykres 2.14

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



Źródło: Badania koniunktury NBP.

²² W szczególności na większy optymizm firm wskazuje nieznaczny wzrost udziału przedsiębiorstw planujących zarówno rozpoczęcie nowych, jak również kontynuację realizowanych projektów inwestycyjnych. *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2013 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2013 r.*

²³ Ostatnie dostępne dane GUS nt. wartości kosztorysowej nowo rozpoczętych inwestycji dotyczą 2012 r.

Według badań koniunktury NBP, głównym czynnikiem obniżającym skłonność firm do inwestowania jest niepewność co do przyszłej koniunktury gospodarczej. Do niskiej aktywności inwestycyjnej przyczyniają się również niekorzystne prognozy popytu i produkcji, szczególnie wobec pozostającego na umiarkowanym poziomie stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.15).

Wśród czynników ograniczających działalność inwestycyjną, relatywnie mniejsze znaczenie dla przedsiębiorstw miały natomiast problemy z pozyskaniem finansowania. Niewielkie znaczenie tej bariery, pomimo pewnego zaostrzenia warunków udzielania kredytów przez banki, może być związane z niską skalą planowanych inwestycji umożliwiającą ich finansowanie z dostępnych środków własnych (por. rozdz. 2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw).

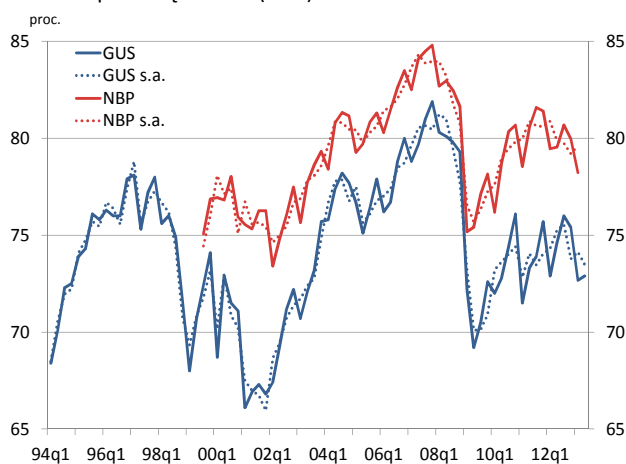
2.2.3. Popyt sektora finansów publicznych

Sytuacja finansów publicznych pozostaje pod silnym wpływem spowolnienia gospodarczego oraz wynikającej z działania krajowych i europejskich reguł fiskalnych konieczności zmniejszania nierównowagi fiskalnej. W konsekwencji, ograniczane są wydatki publiczne, zarówno na szczeblu centralnym, jak i lokalnym, co skutkuje spadkiem dynamiki spożycia publicznego oraz spadkiem inwestycji publicznych.

W okresie styczeń-maj 2013 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 30,7 mld zł, a zatem był wyższy niż odnotowany w analogicznym okresie ub.r. (kiedy wyniósł 27,0 mld zł). Zaawansowanie realizacji deficytu do planu wyniosło 86,4% (po maju 2012 r. deficyt wyniósł 88,7% ostatecznego wykonania). Dochody ogółem budżetu państwa w okresie styczeń-maj br. były niższe o 4,9% niż w analogicznym okresie ub.r., z czego dochody podatkowe spadły o 7,7% r/r. Ujemną dynamikę wpływów odnotowano w większości kategorii dochodów podatkowych, w tym w szczególności w

Wykres 2.15

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.

podatku VAT. Wydatki budżetu państwa również były niższe niż przed rokiem (o 1,3%), do czego w znacznym stopniu przyczyniło się wyjątkowo niskie wykonanie dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (zrekompensowane pożyczką z budżetu państwa dla FUS) – wydatki na ten cel wyniosły 14,7 mld zł, wobec 20,4 mld zł w analogicznym okresie ub.r.

W I kw. 2013 r. jednostki samorządu terytorialnego (JST) zanotowały nadwyżkę w wysokości 7,9 mld zł, tj. o 1,8 mld zł wyższą niż w I kw. 2012 r. Na poprawę wyniku wpłynęła wysoka dynamika dochodów z udziałów w podatku dochodowym od osób fizycznych oraz od osób prawnych, wynikająca z czynników o charakterze przejściowym, a także utrzymanie niskiego tempa wzrostu wydatków ogółem samorządów (2,3%)²⁴. Dane o realizacji dochodów budżetu państwa wskazują, że w kolejnych miesiącach tempo wzrostu dochodów podatkowych samorządów, w szczególności z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych, będzie niższe niż w I kw.²⁵ Zadłużenie JST wyniosło na koniec I kw. 2013 r. 66,7 mld zł i było nieco niższe niż na koniec 2012 r. (67,8 mld zł).

W związku z otrzymaniem niższej kwoty dotacji z budżetu państwa, zwiększyło się zadłużenie Funduszu Ubezpieczeń Społecznych z tytułu pożyczek z budżetu państwa. W warunkach pogarszającej się sytuacji na rynku pracy, w pierwszych trzech miesiącach roku zwiększył się także deficyt Funduszu Pracy, w związku ze wzrostem jego wydatków.

Zgodnie z *Programem Konwergencji. Aktualizacja 2013*, w 2013 r. planowane jest dalsze zacieśnienie polityki fiskalnej w ujęciu strukturalnym, które ma przyczynić się do ograniczenia deficytu sektora

²⁴ Zarówno w przypadku wpływów z podatku dochodowego od osób fizycznych, jak i podatku dochodowego od osób prawnych wysokie tempo wzrostu w I kw. br. było spowodowane zmianą terminu odprowadzania grudniowych zaliczek z tytułu podatku od dochodów przedsiębiorstw – w przypadku CIT oraz osób prowadzących działalność gospodarczą – w przypadku PIT.

²⁵ Na obniżenie rocznej dynamiki wpływów budżetu państwa z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych w kwietniu wpłynęło w szczególności niższe saldo rozliczenia tego podatku. Na saldo to w 2012 r. wpłynęły nadzwyczajne dochody związane z transakcją sprzedaży akcji Polkomtela.

instytucji rządowych i samorządowych (ESA95) z 3,9% PKB w 2012 r. do 3,5% PKB w 2013 r. Jednak trwające spowolnienie gospodarcze będzie powodowało wzrost składnika cyklicznego deficytu budżetowego. W tej sytuacji, realizacja założonego w *Programie Konwergencji. Aktualizacja 2013* celu obarczona jest ryzykiem.

2.2.4. Eksport i import

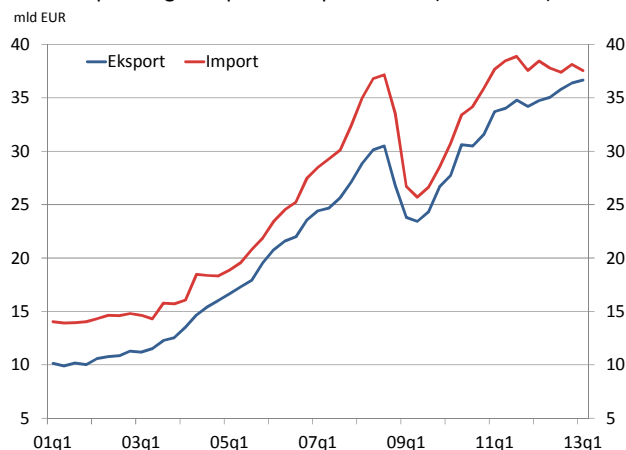
W I kw. 2013 r. aktywność w polskim handlu zagranicznym obniżyła się²⁶. Spowolnieniu dynamiki eksportu (do 5,6% r/r w I kw. br. z 6,4% r/r w IV kw. ub. r.) towarzyszył spadek importu (o 2,3% r/r wobec wzrostu o 1,5% r/r w IV kw. ub. r.; Wykres 2.16)²⁷.

W I kw. 2013 r. do osłabienia wzrostu eksportu przyczyniło się przede wszystkim istotne spowolnienie dynamiki sprzedaży do krajów UE pozostających poza strefą euro (Wykres 2.17). W tym samym kierunku – choć w mniejszym stopniu – oddziaływał dalszy spadek eksportu do krajów strefy euro, co można wiązać z utrzymującą się tam recesją oraz ze spadkiem aktywności sektora eksportowego tej gospodarki (szczególnie silnie obniżyło się tempo wzrostu polskiego eksportu dóbr pośrednich). Jednocześnie wzrost sprzedaży do krajów nienależących do UE – pomimo wyraźnego spadku dynamiki eksportu do krajów b. ZSRR – utrzymał się na wysokim poziomie.

Po wzroście w IV kw. ub. r., w I kw. br. wartość importu ponownie się obniżyła. Do spadku importu przyczynił się utrzymujący się spadek popytu krajowego oraz obniżenie wzrostu eksportu. Spadek wartości importu wynikał także z obniżenia się cen w handlu światowym, które przełożyło się na wyraźne zmniejszenie wartości importu surowców i paliw.

Wykres 2.16

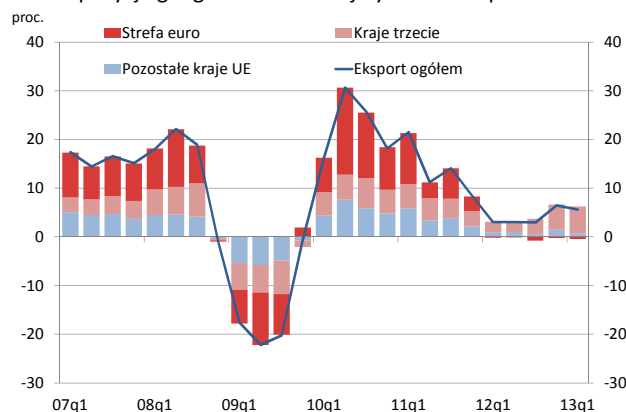
Wartość polskiego eksportu i importu dóbr (w mld EUR)



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

Wykres 2.17

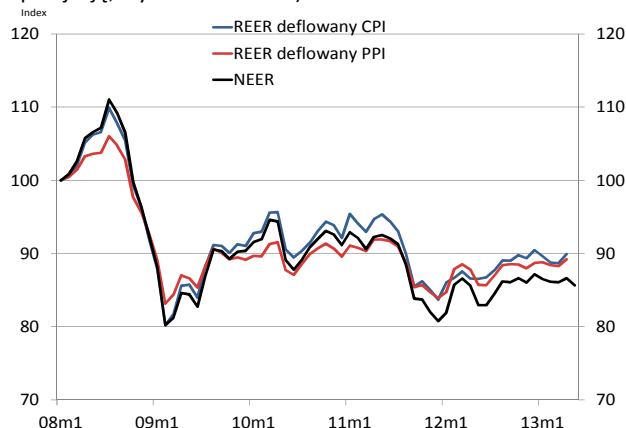
Dekompozycja geograficzna rocznej dynamiki eksportu



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wykres 2.18

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



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

²⁶ Analiza wartości polskiego eksportu i importu dla IV kw. 2012 r. i I kw. 2013 r. w tym podrozdziale oparta jest na wstępnych danych GUS dotyczących handlu zagranicznego (w EUR) po usunięciu wpływu czynników sezonowych.

²⁷ Dane GUS o obrotach handlu zagranicznego (nieodsezonowane) wskazują na przyspieszenie dynamiki eksportu w kwietniu br. (do 9,7% r/r), czemu towarzyszy dalszy spadek importu (o 2,1% r/r).

W I kw. 2013 r. doszło do deprecjacji zarówno nominalnego, jak i realnego (deflowanego CPI) efektywnego kursu złotego (Wykres 2.18). Jednocześnie, zgodnie z badaniami koniunktury NBP²⁸, w I kw. 2013 r. kurs rynkowy pozostał istotnie niższy od deklarowanego przez przedsiębiorstwa kursu opłacalności eksportu (Wykres 2.19). W efekcie, konkurencyjność cenowa polskiego eksportu pozostała wysoka. Równocześnie odsetek przedsiębiorstw wskazujących na kurs walutowy jako barierę rozwoju obniżył się do najniższego poziomu w historii badania.

2.2.5. Produkcja

W I kw. 2013 r. wzrost wartości dodanej brutto pozostał na poziomie z IV kw. ub.r. (0,6% r/r), na co złożył się spadek wartości dodanej w budownictwie i przemyśle, przy pewnym jej wzroście w usługach (Wykres 2.20)²⁹.

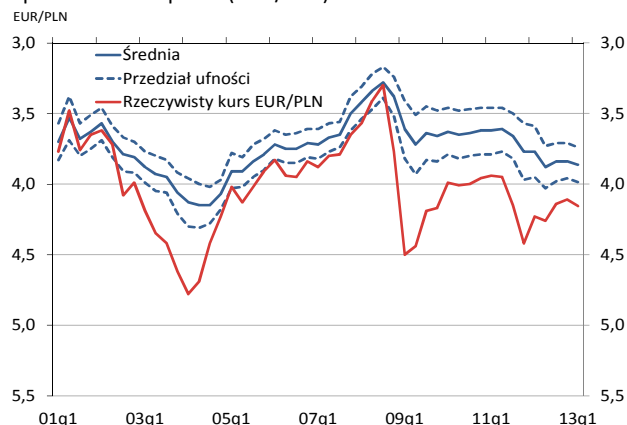
Od początku 2013 r. dynamika produkcji sprzedanej przemysłu pozostawała bliska zera, co wraz niskim poziomem wskaźnika PMI wskazuje na utrzymanie słabej koniunktury w tym sektorze. Jednocześnie, w ostatnim czasie wzrósł nieco portfel zamówień w przemyśle, co może sygnalizować możliwość pewnej poprawy koniunktury w kolejnych kwartałach (Wykres 2.21).

Dane dotyczące budownictwa świadczą o pogłębieniu silnego osłabienia aktywności w tym sektorze. Wyraźnemu spadkowi produkcji budowlano-montażowej towarzyszy dalsze obniżanie się portfela zamówień w budownictwie (Wykres 2.22).

Słaba koniunktura widoczna jest również w sektorze usług, choć w pewnych jego segmentach widoczna jest poprawa sytuacji. Dynamika

Wykres 2.19

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

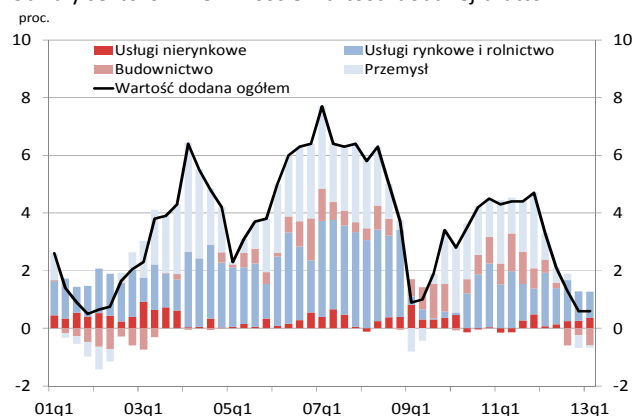


Źródło: Dane i szacunki NBP.

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)?”.

Wykres 2.20

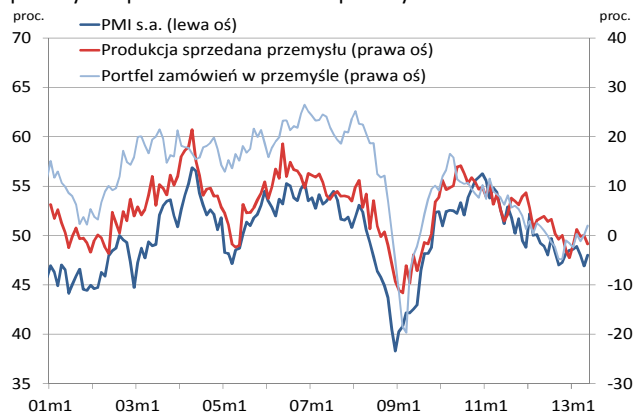
Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.21

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



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

²⁸ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2013 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2013 roku, NBP.

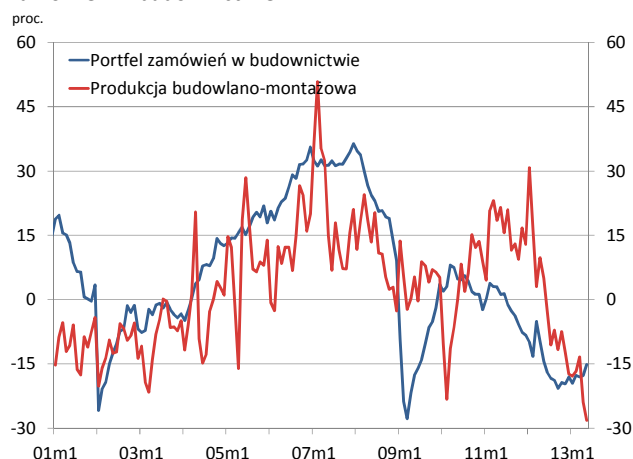
²⁹ Informacje o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfelu zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu czynników sezonowych (obliczenia NBP).

sprzedaży hurtowej (w ujęciu nominalnym) nieco wzrosła i w I kw. br. wyniosła 0,3% r/r wobec -0,9% r/r w IV kw. ub.r.³⁰ Jednocześnie na niskim poziomie utrzymuje się dynamika sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 9 osób (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*)³¹. Z kolei wzrost sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem nieco spowolnił, choć wciąż pozostał dodatni i wyniósł (w ujęciu realnym) 3,7% r/r w I kw. br. wobec 4,6% r/r w IV kw. ub.r.³²

Kształtowanie się wyprzedzających wskaźników koniunktury GUS wskazuje na stabilizację 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 2.23).

Wykres 2.22

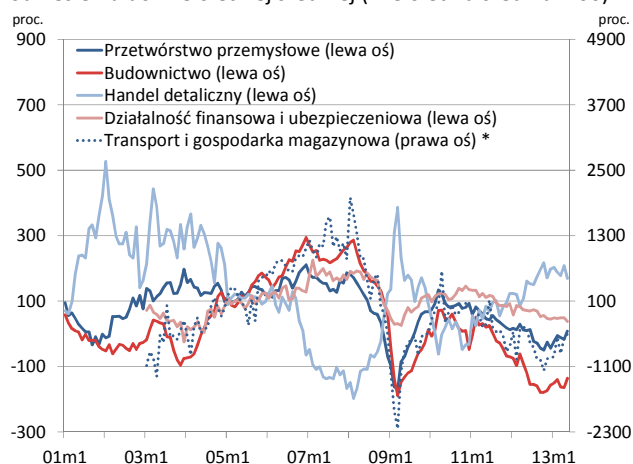
Roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej i portfela zamówień w budownictwie



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

Wykres 2.23

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



Źródło: Badania koniunktury GUS.

* Ze względu na bliską zera wartość wskaźnika dla transportu i gospodarki magazynowej.

Ramka 2. Wpływ zacieśnienia fiskalnego na dynamikę PKB przy obecnych uwarunkowaniach

Światowy kryzys gospodarczy w wielu krajach przyczynił się do istotnego pogorszenia sytuacji finansów publicznych lub uwidocznili wyraźnie problemy fiskalne, które narastały już wcześniej. W konsekwencji, średnia relacja długu publicznego do PKB w krajach rozwiniętych po raz pierwszy od lat 40-tych ubiegłego stulecia przekroczyła poziom 100%. Silnie ujemne wartości pierwotnego salda budżetowego oraz słabe perspektywy wzrostu gospodarczego oznaczały, że bez podjęcia dostosowań fiskalnych relacja ta w dalszym ciągu by rosła, zagrażając stabilności finansów publicznych. W tej sytuacji, w większości gospodarek rozwiniętych niezbędne było podjęcie działań ograniczających nierównowagę w finansach publicznych. Skala i uwarunkowania tych działań były pod wieloma względami wyjątkowe:

- Dostosowania fiskalne realizowane były jednocześnie niemal we wszystkich państwach rozwiniętych. Uwzględniając plany na 2013 r., należy oczekiwać, że w latach 2011-2013 polityka fiskalna ulegnie zacieśnieniu w 27 spośród 30 państw OECD, dla których są publikowane stosowne dane (wykres R.2.1).

³⁰ W kwietniu br. dynamika sprzedaży hurtowej przyspieszyła do 5,2% r/r.

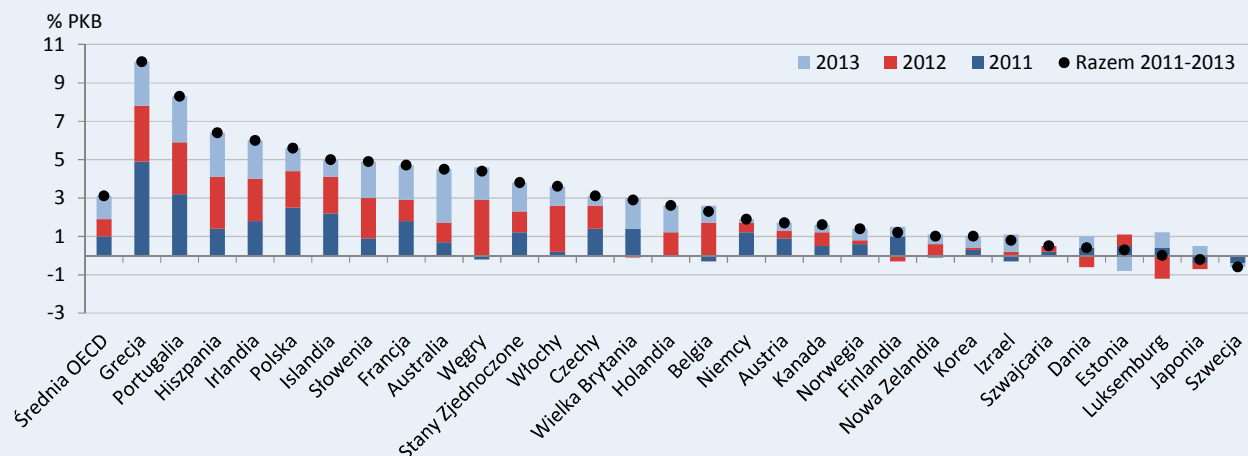
³¹ Miesięczne dane o sprzedaży detalicznej nie w pełni odzwierciedlają dynamikę zmian sprzedaży detalicznej ogółem. Por. przypis 19.

³² Dynamika sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem w kwietniu br. przyspieszyła do 6,3% r/r.

- Kraje rozwinięte realizowały znaczące dostosowania fiskalne w warunkach niskiego wzrostu gospodarczego, na który negatywnie oddziaływał w szczególności proces delewarowania sektora prywatnego, a także niski wzrost za granicą, nie pozwalający na zrekomensowanie niskiej dynamiki popytu krajowego wzrostem eksportu. Pomimo że w latach 2011-2013 średnie tempo realnego wzrostu PKB w krajach OECD nie przekraczało 2%, saldo pierwotne finansów publicznych poprawiło się średnio o ok. 1 pkt proc. PKB rocznie. Tymczasem, dostępne dane wskazują, że w okresie poprzednich 50 lat nie zdarzyło się, aby przy tak niskim tempie wzrostu saldo pierwotne się poprawiało (wykres R.2.2).

Wykres R.2.1

Dostosowania fiskalne dokonane w latach 2011-2012 i planowane na 2013 r. w krajach OECD (zmiana pierwotnego salda strukturalnego).



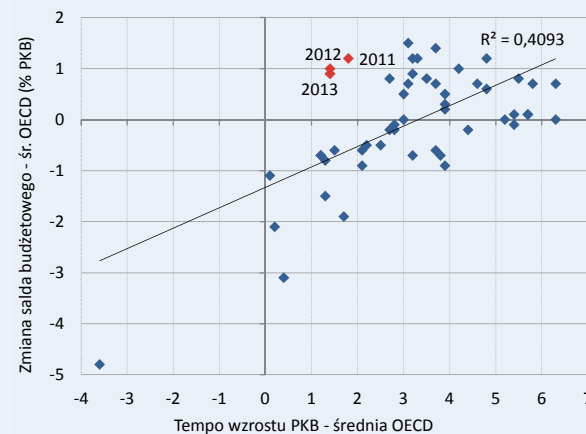
Źródło: Dane OECD.

Nadzwyczajna skala oraz powszechny charakter realizowanych obecnie dostosowań fiskalnych przyczyniły się do wzmożonego zainteresowania ekonomistów zagadnieniem wpływu zacieśnienia polityki fiskalnej na tempo wzrostu PKB w krótkim okresie, czyli wysokości tzw. krótkookresowych mnożników fiskalnych³³. Przed kryzysem istniały na ten temat duże rozbieżności zdań w literaturze, zarówno teoretycznej, jak i empirycznej. Większość badań stwierdzała, że mnożniki są dodatnie, tj. zacieśnienie fiskalne przyczynia się do spowolnienia wzrostu gospodarczego, ale przedział oszacowanych wartości mnożników był bardzo szeroki. Gechert i Will (2012) dokonali przeglądu literatury obejmującego 89 badań, w których uzyskano mnożniki w przedziale od -2 do 4, przy czym 87% wyników zawierało się w przedziale od 0 do 2.

W ostatnich latach przeprowadzono szereg nowych badań, które pozwalają na lepszą identyfikację czynników determinujących wysokość mnożników fiskalnych i przynajmniej częściowe wyjaśnienie źródeł opisanych powyżej rozbieżności. Niektóre spośród tych badań sugerują, że aktualnie mnożniki fiskalne w krajach rozwiniętych są ponadprzeciętnie wysokie.

Wykres R.2.2

Średnie tempo wzrostu gospodarczego we wszystkich krajach OECD i średnia zmiana salda budżetowego w tych krajach w poszczególnych latach od 1960 do 2013 r.



Źródło: Dane OECD.

³³ Mnożnik fiskalny definiowany jest jako wpływ zmiany wydatków lub dochodów państwa (wyrażonych w relacji do PKB) o 1 pkt proc. na zmianę rocznej dynamiki PKB (w pkt proc.).

- Zgodnie z najnowszymi badaniami istotnym czynnikiem determinującym wielkość mnożnika fiskalnego jest **wyjściowy stan gospodarki**, w której prowadzone są dostosowania fiskalne. Wiele publikacji wskazuje, że w warunkach kryzysu mnożnik może być wyższy niż w okresie dobrej koniunktury (np. Auerbach, Gorodnichenko 2012a; 2012b; Batini i in. 2012; Baum, Koester 2011)³⁴. Wynik ten pokazują wszystkie wspomniane prace, pomimo różnych metod identyfikacji fazy cyklu koniunkturalnego. Baum i Koester (2011) dzielą badany przez siebie okres na podstawie występowania ujemnej oraz dodatniej luki popytowej, Batini i in. (2012) – dodatniego lub ujemnego wzrostu gospodarczego, natomiast Auerbach i Gorodnichenko (2012b) – odchylenia wzrostu PKB od długookresowego trendu, kalibrując przy tym model w taki sposób, aby gospodarka znajdowała się w fazie recesji przez 20% czasu.

Sugerowaną przyczyną wyższej wartości mnożnika w czasie spowolnienia gospodarczego jest brak działania efektu wypychania wydatków prywatnych przez wydatki publiczne. Można oczekiwać, że zacieśnienie fiskalne prowadzone w warunkach niewykorzystanych wolnych mocy produkcyjnych nie będzie kompensowane wzrostem wydatków sektora prywatnego. Ponadto, spadek popytu rządowego w tej sytuacji może negatywnie wpłynąć na zaufanie konsumentów (Bachmann, Sims 2011). W takich warunkach mnożnik fiskalny może być wyższy od jedności. Podobny efekt do recesji gospodarczych mają także kryzysy finansowe. W tym przypadku niechęć instytucji kredytowych do udzielania pożyczek powoduje, że obecna konsumpcja zależy w większym stopniu od obecnych dochodów, a w mniejszym stopniu od oczekiwań co do ich przyszłego poziomu (Gali i in. 2007; Corsetti i in. 2010).

- Wartość mnożnika fiskalnego zależy również od warunków w jakich prowadzona jest polityka pieniężna. Dostępne opracowania modelowe pokazują, że w przypadku gdy krótkoterminowa **stopa nominalna jest zbliżona do zera** (tzw. zero lower bound), mnożnik fiskalny może być wyraźnie wyższy od jedności (Woodford 2011; Christiano i in. 2011; DeLong, Summers 2012)³⁵. Jest to konsekwencją ograniczonej możliwości akomodacji cięć budżetowych poprzez dalsze poluzowanie polityki pieniężnej, przy czym autorzy zauważają, że wartość mnożnika zależy od trwałości impulsu fiskalnego. Ponadto, wielkość mnożnika w warunkach nominalnych stóp procentowych bliskich zera może zależeć także od stopnia zadłużenia podmiotów gospodarczych (Mertens i Ravn 2011).
- Znaczny wpływ na wartość mnożnika fiskalnego ma również **stopień otwartości gospodarki** danego kraju. Z jednej strony, mnożniki fiskalne w gospodarkach bardziej otwartych są niższe, ponieważ część efektu popytowego jest przenoszona na za granicę. Z drugiej strony, im wyższa otwartość gospodarki danego kraju tym większe jest oddziaływanie zacieśnienia fiskalnego przeprowadzonego u jego partnerów handlowych (np. Corsetti i Mueller 2012). Auerbach i Gorodnichenko (2012c) pokazują, że również w tym przypadku wielkość mnożnika fiskalnego zależy od fazy cyklu koniunkturalnego. Mnożnik osiąga przy tym najwyższe wartości w sytuacji kiedy w recesji znajduje się zarówno kraj przeprowadzający dostosowania fiskalne, jak i jego partner handlowy, na którego wpływają te dostosowania. Wynika z tego wniosek, że zacieśnienie fiskalne realizowane jednocześnie przez szereg krajów, które łączą powiązania handlowe, spowoduje łącznie większe spowolnienie wzrostu, niż gdyby każdy z tych krajów ograniczał deficyt w innym czasie.
- Wielkość mnożnika fiskalnego zależy także od **struktury prowadzonego dostosowania fiskalnego**. Wpływ zacieśnienia na wzrost PKB jest większy w przypadku działań, które wpływają bezpośrednio na poziom popytu zagregowanego, a nie na dochody podmiotów gospodarczych. Podwyżka podatków tylko w części przełoży się na spadek konsumpcji. Natomiast ograniczenie wydatków inwestycyjnych lub spożycia rządowego bezpośrednio przenosi się na popyt zagregowany. Potwierdzają to np. badania Roeger i in't

³⁴ Auerbach i Gorodnichenko (2012b) wykazują mnożnik w okresie kryzysu w przedziale 1-1,5 oraz 0-0,5 w okresie korzystnej koniunktury (w innej specyfikacji mnożniki wynoszą odpowiednio 2,2 oraz -0,3); Batini i in. (2012) wskazują na wartości mnożnika na poziomach odpowiednio 2,2 oraz 0,3.

³⁵ Przed obecnym kryzysem przypadki obniżania stopy banku centralnego do zera były bardzo rzadkie (oprócz Japonii), co nie pozwoliło na przeprowadzenie badań empirycznych wysokości mnożników fiskalnych w takiej sytuacji.

Veld 2010; Coenen i in. 2012. Dodatkowo badania wyróżniają różne wartości mnożników dla poszczególnych rodzajów wydatków budżetowych. Wśród nich najwyższy jest mnożnik wydatków inwestycyjnych, który średnio (wśród opracowań badanych przez Gechert i Will, 2012) osiąga wartość 1,2. Wysoka wartość mnożnika inwestycji publicznych jest konsekwencją pełnego przełożenia impulsu na zmniejszenie popytu zagregowanego. Ponadto, oprócz tego że inwestycje publiczne bezpośrednio wpływają na poziom popytu, ich zmniejszenie oddziałuje niekorzystnie na stronę podażową gospodarki (Coenen i in. 2012).

- Innym czynnikiem oddziałującym na wielkość mnożnika jest **wyjściowy stan finansów publicznych**. Niektóre badania wskazują, że wysoka wartość zadłużenia publicznego wpływa na pogorszenie oczekiwań podmiotów gospodarczych, obniżenie konsumpcji i w konsekwencji zmniejszenie mnożnika fiskalnego (Perotti 1999; Corsetti i in. 2012). Wówczas dostosowanie fiskalne – poprzez zmniejszenie obaw podmiotów prywatnych o przyszły kształt polityki fiskalnej – może pozwolić na odbudowę zaufania i wzrost popytu prywatnego, dzięki czemu negatywny wpływ konsolidacji fiskalnej na wzrost jest mniejszy. Wiąże się z tym nurt badań pokazujących, że w określonych sytuacjach zacieśnieniu może wręcz towarzyszyć ożywienie wzrostu, co implikuje ujemne wartości mnożnika fiskalnego (np. Giavazzi i Pagano, 1990; Alesina i Perotti, 1995; Alesina i Ardagna, 1998). Taki efekt polityki fiskalnej, nazywany niekeynesowskim, wynika między innymi z poprawy oczekiwań podmiotów gospodarczych w związku z ustabilizowaniem sytuacji finansów publicznych. Jak wskazują Corsetti i in. (2012), efekt ten może powodować ujemną wartość mnożnika fiskalnego w szczególności w sytuacji wspomnianego wcześniej braku możliwości akomodacji zacieśnienia fiskalnego przez politykę pieniężną.

Jednak jak wskazują inni autorzy, zaobserwowane odbudowanie wzrostu w omawianych sytuacjach może wynikać z innych czynników, niż polityka fiskalna. Perotti (2011) przeanalizował najbardziej znane przypadki niekeynesowskich efektów polityki fiskalnej i stwierdził, że istotnymi źródłami wzrostu gospodarczego były wówczas takie zjawiska jak deprecjacja waluty krajowej względem walut partnerów handlowych, spadek stóp procentowych oraz ograniczenie wzrostu płac poprzez porozumienia płacowe zawierane ze związkami zawodowymi. Jak wskazuje autor, oznacza to, że wystąpienie pozytywnej reakcji koniunktury w krótkim okresie na zacieśnienie fiskalne w dzisiejszych warunkach jest mało prawdopodobne. W sytuacji gdy w większości krajów rozwiniętych przeprowadzane są działania konsolidacyjne jednocześnie, nie jest bowiem możliwe, aby we wszystkich tych krajach działaniom tym towarzyszyła deprecjacja waluty lub poprawa konkurencyjności płacowej względem partnerów handlowych.

W Polsce, podobnie jak w wielu innych państwach, w ostatnich latach dokonano istotnego zacieśnienia fiskalnego. Po wzroście deficytu sektora finansów publicznych do poziomu 7,9% PKB w 2010 r., podjęto działania, których celem było zmniejszenie deficytu pierwotnego finansów publicznych i ograniczenie narastania długu publicznego. Utrzymanie tak wysokiego deficytu groziłoby bowiem przekroczeniem konstytucyjnego limitu długu publicznego, a także negatywną reakcją rynków finansowych i w konsekwencji wzrostem kosztów obsługi zadłużenia. Skala zacieśnienia fiskalnego w Polsce była jedną z większych wśród państw OECD (Wykres R.2.1). Zacieśnienie to – choć niezbędne dla długookresowej stabilności finansów publicznych – stanowiło jeden z czynników leżących u źródła obserwowanego obecnie spowolnienia gospodarczego. Rozważając wpływ zacieśnienia fiskalnego na polską gospodarkę, należy przy tym uwzględnić jego strukturę, która zmieniała się w czasie. Dostosowanie zrealizowane w 2011 r. było w znacznym stopniu oparte na działaniach po stronie dochodowej oraz ograniczeniu wydatków bieżących, podczas gdy wydatki na inwestycje publiczne, którym przypisywane są najwyższe wartości mnożnika, wzrosły w ujęciu nominalnym o prawie 10%. W 2012 r. zacieśnienie fiskalne w większym stopniu dotyczyło strony wydatkowej i obejmowało ograniczenie inwestycji publicznych, które spadły o ponad 15%.

Planowana skala redukcji deficytu w 2013 r. jest mniejsza niż w dwóch poprzednich latach, ale zgodnie z *Programem Konwergencji. Aktualizacja 2013*, znów ma nastąpić silny spadek wydatków inwestycyjnych. W połączeniu z oczekiwanym obniżeniem się tempa absorpcji unijnych funduszy strukturalnych, o czym również jest mowa w

Programie, będzie to czynnik ograniczający wzrost popytu w Polsce w najbliższych kwartałach. Ponadto, na polską gospodarkę wciąż negatywnie oddziałują dostosowania fiskalne realizowane w innych krajach. Jednocześnie w ostatnich kwartałach Rada Polityki Pieniężnej dokonała wyraźnego złagodzenia polityki pieniężnej w Polsce, co powinno łagodzić negatywny wpływ zacieśnienia fiskalnego na koniunkturę.

Bibliografia:

- Alesina, A., S. Ardagna (1998), *Tales of fiscal adjustment*, Economic Policy 13(27).
 Alesina, A., R. Perotti (1995), *Fiscal expansions and fiscal adjustments in OECD Countries*, NBER Working Paper No. 5214.
 Auerbach, Gorodnichenko (2012a), *Measuring the Output Responses to Fiscal Policy*, American Economic Journal: Economic Policy, American Economic Association, vol. 4(2).
 Auerbach, Gorodnichenko (2012b), *Fiscal Multipliers in Recession and Expansion*, w: Fiscal Policy after the Financial Crisis, NBER.
 Auerbach, Gorodnichenko (2012c), *Output Spillovers from Fiscal Policy*, NBER Working Paper 18578.
 Bachmann, R., E. Sims (2011), *Confidence and the Transmission of Government Spending Shocks*, NBER Working Paper No. 17063.
 Batini N., G. Callegari, G. Melina (2012), *Successful Austerity in the United States, Europe and Japan*, IMF Working Paper 12/190.
 Baum A., Koester G. (2011), *The impact of fiscal policy on economic activity over the business cycle – evidence from a threshold VAR analysis*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper no. 03/2011.
 Christiano, L., M. Eichenbaum, S. Rebelo (2011), *When is the Government Spending Multiplier Large?* Journal of Political Economy 119 (1).
 Coenen, G., C.J. Erceg, C. Freedman, D. Furceri, M. Kumhof, R. Lalonde, D. Laxton, J. Lindé, A. Mourougane, D. Muir, S. Mursula, C. de Resende, J. Roberts, W. Roeger, S. Snudden, M. Trabandt, J. in't Veld (2012), *Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models*, American Economic Journal: Macroeconomics 4 (1).
 Corsetti, G., K. Kuester, A. Meier, G.J. Mueller (2012), *Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability*, IMF Working Paper 12/33.
 Corsetti, G., G. Muller (2012), *International economic cooperation and the international transmission of fiscal policy*, CEPR Discussion Paper 8748.
 Delong, B., L. Summers (2012), *Fiscal Policy in Depressed Economy*, Brookings, http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2012_spring_bpea_papers/2012_spring_BPEA_delongsummers.pdf
 Gali, J., J.D. Lopez-Salido, J. Valles (2007), *Understanding the Effects of Government Spending on Consumption*, Journal of the European Economic Association 5 (1).
 Gechert S., H. Will (2012), *Fiscal Multipliers: A Meta-Analysis of the Literature*, IMK Working Paper No. 97.
 Giavazzi i Pagano (1990), *Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries*, CEPR Discussion Paper 417.
 Mertens, K., Ravn, M.O. (2011), *Leverage and the Financial Accelerator in a Liquidity Trap*, American Economic Review Vol. 101 No.3.
 Międzynarodowy Fundusz Walutowy (październik 2012), *Are we underestimating short-term fiscal multipliers?* w: IMF World Economic Outlook.
 Perotti (1999), *Fiscal Policy in Good Times and Bad*, Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 114(4).
 Perotti (2011), *"The Austerity Myth": Gain Without Pain?* NBER Working Paper No. 17571.
 Roeger, W., J. in't Veld (2010), *Fiscal stimulus and exit strategies in the EU: a model based analysis*, Economic Papers 426, European Commission.
 Woodford, M. (2011), *Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier*, American Economic Journal: Macroeconomics 3 (1).

2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

Po kilku kwartałach stopniowego pogarszania się sytuacji finansowej przedsiębiorstw, w I kw. 2013 r. część wskaźników ją obrazujących poprawiła się wobec poprzedniego kwartału. W szczególności wzrósł wynik finansowy i rentowność firm. Mimo to sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozostała gorsza niż w I kw. ub.r.

Choć w I kw. 2013 r. pogłębił się roczny spadek przychodów ogółem przedsiębiorstw (do czego przyczyniło się ograniczenie przychodów ze sprzedaży krajowej w warunkach obniżającego się popytu wewnętrznego oraz spadek pozostałych przychodów operacyjnych), to towarzyszyło mu jednocześnie obniżenie się wszystkich głównych kategorii kosztów (Wykres 2.24). W efekcie, w I kw. 2013 r. wynik finansowy brutto przedsiębiorstw poprawił się w stosunku do IV kw. ub.r.

Tabela 2.4

Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw

proc.	2008	2009	2010	2011	2012				2013
					q1	q2	q3	q4	q1
Wskaźnik rentowności sprzedaży	5,0	5,0	5,2	5,3	4,4	4,3	4,3	4,2	4,3
Wskaźnik rentowności obrotu netto	3,3	4,1	4,4	4,5	4,1	3,9	3,5	2,4	3,2
Wskaźnik ogólnego zadłużenia (s.a.)	47,5	46,9	47,1	48,8	48,5	48,6	48,6	48,4	48,3
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
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

Źródło: Dane GUS.

Wzrost wyniku finansowego wynikał głównie z poprawy wyniku na pozostałej działalności operacyjnej (związanej w szczególności ze znacznym ograniczeniem strat na zbyciu aktywów trwałych), przy pewnym spadku wyniku na sprzedaży (Wykres 2.25).

Poprawa wyniku finansowego firm, przy spadku ich przychodów, przełożyła się na wyraźny wzrost rentowności obrotu netto. Natomiast rentowność sprzedaży utrzymała się na poziomie zbliżonym do notowanego w IV kw. ub.r.

W I kw. 2013 r. – mimo nieznacznego obniżenia się wskaźnika płynności I stopnia – sytuacja płynnościowa firm pozostała dobra. Potwierdzają to wyniki badań ankietowych NBP, zgodnie z którymi w I kw. br. wzrósł odsetek przedsiębiorstw deklarujących brak problemów z płynnością i jednocześnie obniżył się udział firm dla których brak płynności stanowił barierę rozwoju³⁶. Nieznaczne obniżenie się wskaźnika płynności I stopnia w całości wynikało ze spadku płynności wśród dużych przedsiębiorstw, charakteryzujących się dotychczas wyższą płynnością. W konsekwencji płynność gotówkowa dużych firm oraz sektora MSP osiągnęła zbliżony poziom.

2.4. Rynek pracy

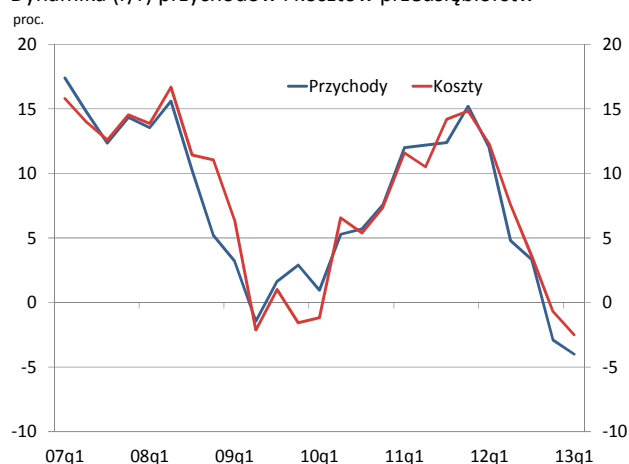
2.4.1. Zatrudnienie i bezrobocie

Utrzymujące się spowolnienie popytu w gospodarce krajowej w I kw. br. przełożyło się na spadek zatrudnienia (Wykres 2.26). Spadek liczby pracujących przyczynił się do dalszego wzrostu stopy bezrobocia. Równocześnie nastąpił niewielki wzrost liczby aktywnych zawodowo.

Zgodnie z danymi BAEL, w I kw. 2013 r. liczba pracujących spadła o 0,7% r/r (wobec wzrostu o 0,1% r/r w IV kw. 2012 r.). Tempo wzrostu liczby

Wykres 2.24

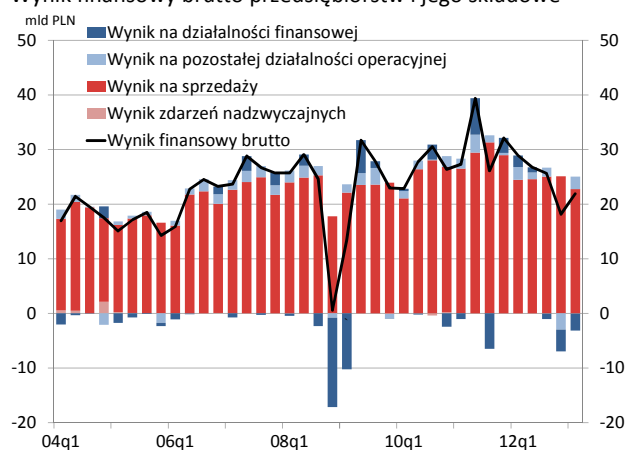
Dynamika (r/r) przychodów i kosztów przedsiębiorstw



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

Wykres 2.25

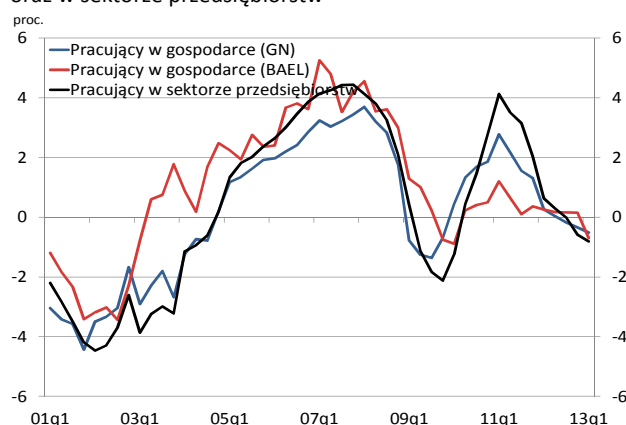
Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



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

Wykres 2.26

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 poniższym rozdziale zostały skorygowane przez NBP.

³⁶ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2013 r. oraz prognoz koniunktury na II kw. 2013 r.

pracujących w usługach – gdzie aktywność gospodarcza pozostawała wyższa niż w innych sektorach gospodarki – mimo obniżenia się, wciąż było dodatnie (0,8% r/r w I kw. br. wobec 1,2% w IV kw. ub. r.). Z kolei w przemyśle, wraz z dalszym spadkiem produkcji, obniżenie się liczby pracujących było silniejsze niż w poprzednim kwartale i wyniosło -2,0% r/r (wobec -0,9% r/r w IV kw. ub. r.). Równocześnie, zgodnie z długookresowym trendem, spadała liczba zatrudnionych w rolnictwie (spadek o 4,5% r/r w I kw. br. wobec spadku o 2,3% r/r w IV kw. ub. r.).

W I kw. br. pogłębił się spadek zatrudnienia w przedsiębiorstwach (wyniósł 0,8% r/r wobec spadku o 0,6% r/r w IV kw. 2012 r.). Dane za kwiecień oraz maj br. wskazują na dalsze ograniczenie zatrudnienia przez firmy, przy czym w maju spadek zatrudnienia wyhamował.

Zgodnie z badaniami koniunktury NBP w II kw. br. wciąż więcej przedsiębiorstw zamierzało zmniejszyć zatrudnienie (a ich udział w grupie badanych firm wzrósł w porównaniu z poprzednim kwartałem) niż je zwiększyć³⁷.

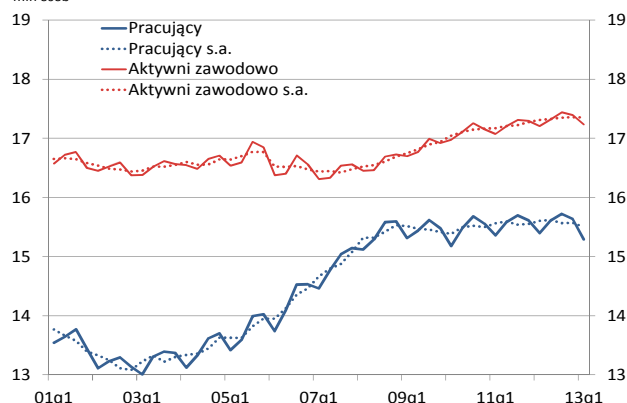
W I kw. 2013 r. wciąż rosła liczba aktywnych zawodowo (w ujęciu r/r), choć wzrost ten znacząco spowolnił. Liczba aktywnych zawodowo zwiększyła się w I kw. jedynie o 0,2% r/r (wobec 0,5% r/r w IV kw. 2012 r.; dane odsezonowane; Wykres 2.27).

Spadek liczby pracujących w gospodarce wraz z niewielkim wzrostem podaży pracy przełożył się na dalszy wzrost stopy bezrobocia BAEL, która w I kw. 2013 r. wyniosła 10,6% (wobec 10,3% w IV kw. 2012 r.; dane odsezonowane; Wykres 2.28; Wykres 2.32).

Również dane z urzędów pracy wskazują na dalszy wzrost stopy bezrobocia w ostatnich miesiącach (po uwzględnieniu czynników sezonowych). W kwietniu 2013 r. stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 14,0% (wobec 12,9% w kwietniu 2012 r.).

Wykres 2.27

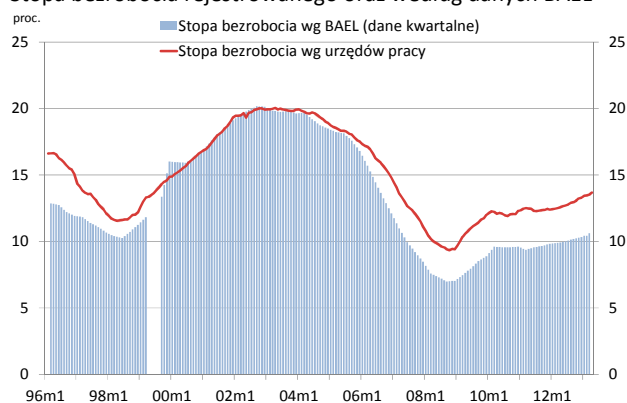
Pracujący oraz aktywni zawodowo w gospodarce według BAEL
mln osób



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.28

Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL

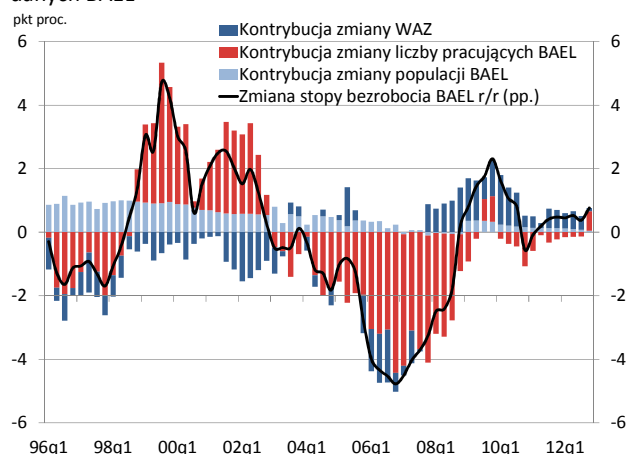


Źródło: Dane GUS (wyrównane sezonowo).

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.

Wykres 2.29

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.

³⁷ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2013, NBP.

2.4.2. Płace i wydajność pracy

Dane dotyczące wzrostu wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy wskazują na brak presji płacowej w gospodarce. W I kw. 2013 r., zarówno w gospodarce, jak i w sektorze przedsiębiorstw, tempo wzrostu wynagrodzeń ponownie się obniżyło w porównaniu do IV kw. ub. r. Również roczna dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, po pewnym wzroście pod koniec 2012 r., w I kw. br. spadła.

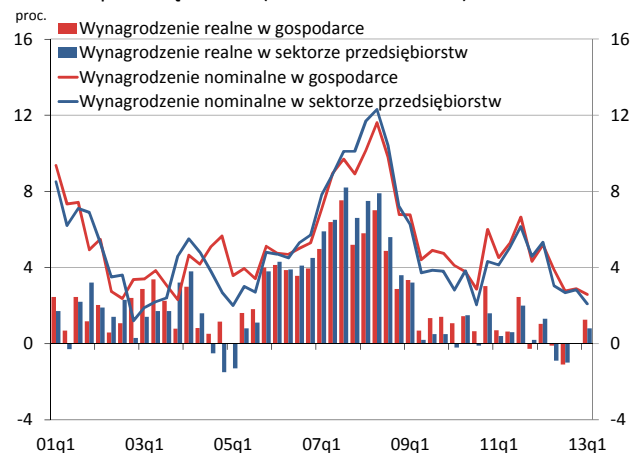
Niska dynamika aktywności w gospodarce, przekładająca się na niski popyt na pracę, przyczyniła się na początku 2013 r. do dalszego spowolnienia tempa wzrostu wynagrodzeń. W I kw. br. tempo wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce wyniosło 2,6% r/r (wobec 2,9% r/r w IV kw. ub. r.), zaś w sektorze przedsiębiorstw 2,1% r/r (wobec 2,8% r/r w IV kw. ub. r.; Wykres 2.31). Dane z sektora przedsiębiorstw w kwietniu i w maju br. wskazują, że dynamika wynagrodzeń na początku II kw. pozostała niska.

Na brak presji płacowej wskazują także badania koniunktury NBP. Zgodnie z nimi, w II kw. 2013 r. udział przedsiębiorstw planujących podwyżki wynagrodzeń pozostał zbliżony do obserwowanego w poprzednim kwartale i wciąż kształtował się na poziomie niższym niż wieloletnia średnia³⁸. Równocześnie wysokość przeciętnej planowanej podwyżki wśród zapowiadających je przedsiębiorstw obniżyła się w porównaniu z poprzednim kwartałem. Ponadto indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadających na jednego bezrobotnego) w ostatnim okresie nieco się obniżył, co ogranicza ryzyko nasilenia się żądań płacowych (Wykres 2.31).

Dynamika wydajności pracy w gospodarce w I kw. br. nieco wzrosła, co wynikało z dostosowania zatrudnienia do spowalniającej dynamiki PKB (Wykres 2.32). Wzrost dynamiki wydajności wraz z

Wykres 2.30

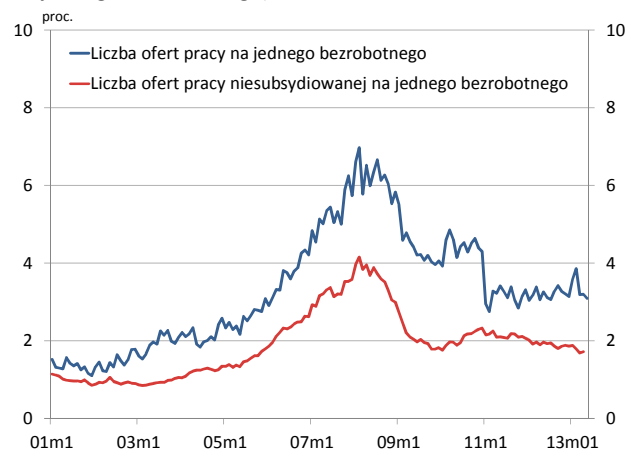
Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



Źródło: Dane GUS.

Wykres 2.31

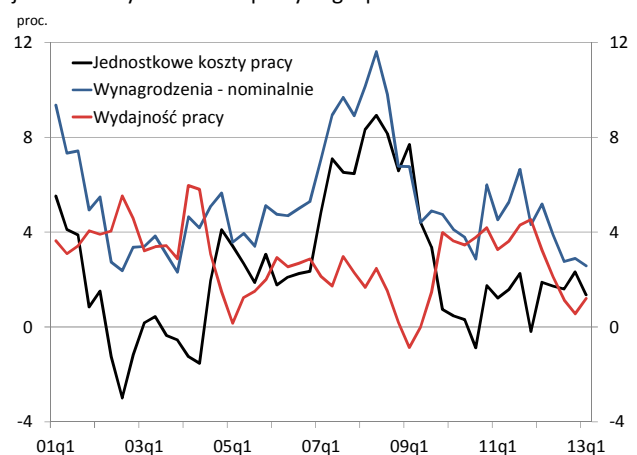
Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.32

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

³⁸ Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2013, NBP.

osłabieniem się tempa wzrostu nominalnych wynagrodzeń w gospodarce, przyczynił się do obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy, która w I kw. br. wyniosła 1,4% r/r (wobec 2,3% r/r w IV kw. ub. r.).

Dane miesięczne dotyczące przedsiębiorstw przemysłowych wskazują, że po okresie pewnego wzrostu dynamiki jednostkowych kosztów pracy na przełomie 2012 i 2013 r., ich dynamika w ostatnich miesiącach obniżyła się. Na spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy w przemyślełożył się niewielki wzrost wydajności pracy oraz spowolnienie dynamiki wynagrodzeń (Wykres 2.33).

2.5. Rynki aktywów

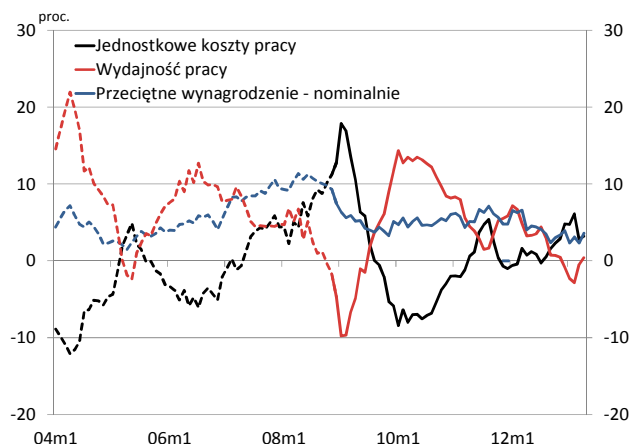
2.5.1. Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych

W ostatnich miesiącach Rada Polityki Pieniężnej kontynuowała obniżanie stóp procentowych NBP. Od początku marca 2013 r. stopy procentowe zostały obniżone trzykrotnie, łącznie o 1,00 pkt proc. W efekcie stopa referencyjna NBP znalazła się na poziomie 2,75% (Wykres 2.34)³⁹.

Rentowności polskich obligacji skarbowych – po osiągnięciu swoich najniższych historycznie poziomów w maju br. – wzrosły (Wykres 2.35). Na kształtowanie się rentowności obligacji skarbowych wpływały przede wszystkim uwarunkowania globalne. Obserwowany do maja 2013 r. dalszy wzrost popytu inwestorów zagranicznych na polskie obligacje skarbowe – spowodowany poszukiwaniem przez nich wysokich stóp zwrotu w warunkach silnie ekspansywnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych – oddziaływał w kierunku obniżenia rentowności polskich obligacji (Wykres 2.35). Jednak od połowy maja 2013 r., w ślad za wzrostem rentowności na głównych

Wykres 2.33

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

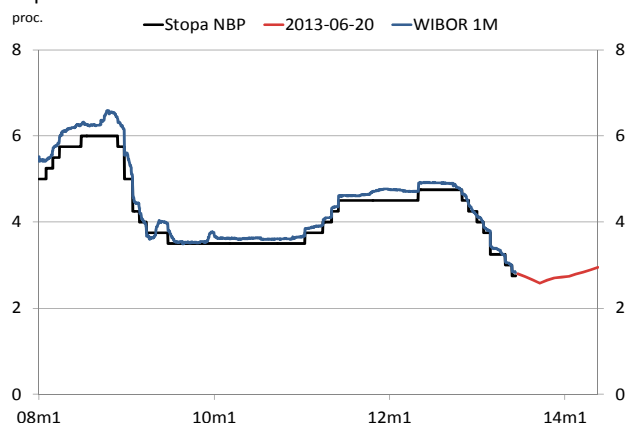


Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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 listopada 2008 r. (na wykresie zaznaczone linią przerywaną) nie są w pełni porównywalne z dynamikami notowanymi w późniejszym okresie.

Wykres 2.34

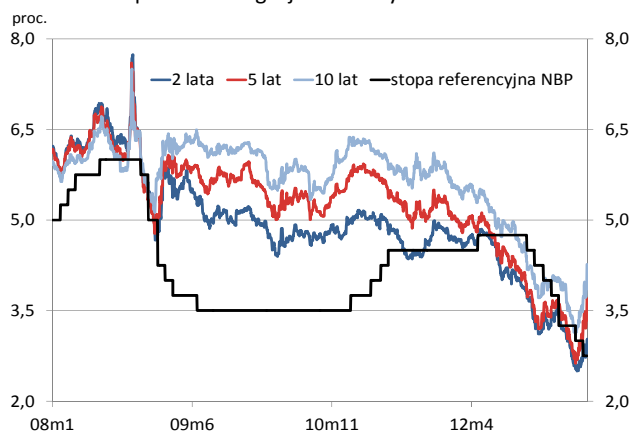
Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg.

Wykres 2.35

Rentowność polskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

³⁹ Tekst opisuje okres od 1 marca do 20 czerwca 2013 r. i nie uwzględnia decyzji Rady z lipca br. Decyzja Rady w lipcu jest przedstawiona w rozdziale 3 w „Informacji po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 2-3 lipca 2013 r.”.

rynkach, wzrosły również rentowności polskich obligacji skarbowych (por. rozdział 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*). Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu rentowności obligacji skarbowych był wzrost awersji do ryzyka odzwierciedlony we wzroście stawek CDS dla krajów wschodzących, w tym Polski (Wykres 2.37).

W marcu i w pierwszej połowie kwietnia br. główne polskie indeksy giełdowe obniżyły się, do czego przyczyniły się w szczególności gorsze od oczekiwań dane dotyczące wzrostu gospodarczego oraz obawy inwestorów związane z rozważanymi zmianami instytucjonalnymi w polskim systemie emerytalnym. Do połowy czerwca 2013 r. indeksy giełdowe w Polsce rosły, podobnie jak w innych krajach regionu, po czym obniżyły się zgodnie z tendencjami globalnymi. W sumie, od początku marca 2013 r. indeks WIG obniżył się o 1,0%, a WIG 20 – o 6,3% (Wykres 2.38).

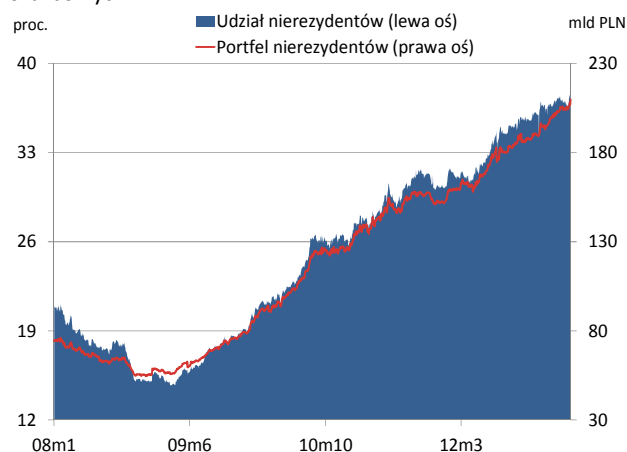
2.5.2. Kurs walutowy

Po okresie stabilizacji trwającej od września ub.r., od połowy maja br. kurs złotego wyraźnie się osłabił, podobnie jak wiele walut krajów wschodzących. Początkowo, w kierunku osłabienia kursu oddziaływały publikacje gorszych od oczekiwań danych dotyczących krajowego wzrostu gospodarczego, a od przełomu maja i czerwca także pogorszenie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych i związany z nim odpływ kapitału z rynków wschodzących. W czerwcu 2013 r. NBP dokonał sprzedaży pewnej ilości walut obcych za złote. Interwencje na rynku walutowym są zgodne ze strategią polityki pieniężnej NBP przedstawioną w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2013*.

Od początku marca 2013 r. nominalny kurs złotego osłabił się o 5,0% wobec euro, 5,2% wobec franka szwajcarskiego i 3,4% wobec dolara amerykańskiego (Wykres 2.39).

Wykres 2.36

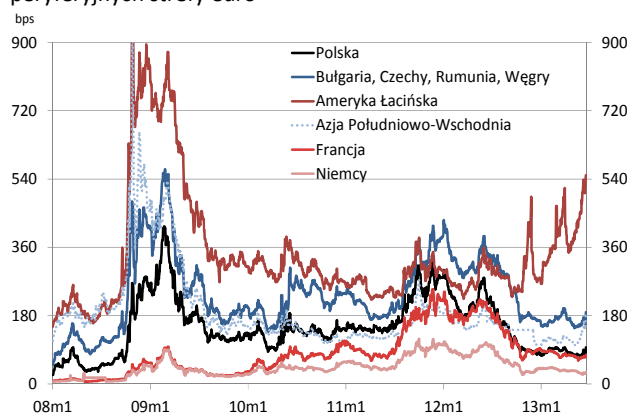
Zaangażowanie niezydentów na rynku polskich papierów skarbowych



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.37

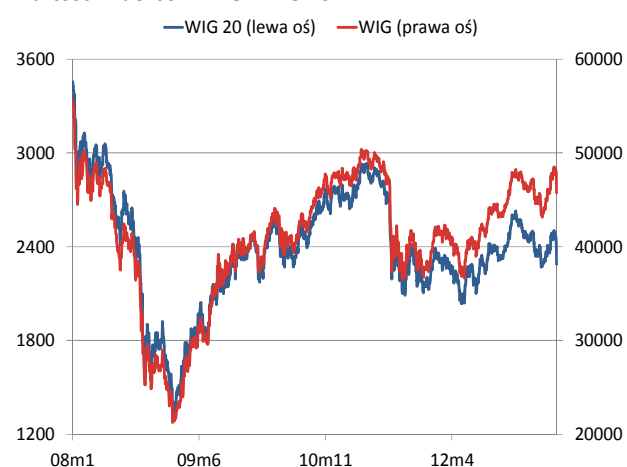
Stawki CDS dla obligacji polskich na tle krajów wschodzących i peryferyjnych strefy euro



Źródło: Opracowanie NBP na podstawie danych Bloomberg. Przedstawione indeksy są agregatami ważonymi PKB.

Wykres 2.38

Wartości indeksów WIG i WIG 20



Źródło: Dane Bloomberg.

2.5.3. Ceny mieszkań

W I kw. 2013 r. miały miejsce zróżnicowane tendencje na pierwotnym i wtórnym rynku mieszkaniowym. Podczas gdy na rynku wtórnym ceny mieszkań nadal się obniżały, na pierwotnym rynku mieszkaniowym spadek cen mieszkań wyhamował⁴⁰. Do zróżnicowania tendencji pomiędzy rynkiem pierwotnym i wtórnym przyczynił się wzrost udziału mieszkań o podwyższonym standardzie w strukturze sprzedanych mieszkań na rynku pierwotnym w Warszawie i Poznaniu (Wykres 2.40).

Jednocześnie w kierunku niższych cen mieszkań zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym oddziaływało nadal obniżenie się popytu spowodowane głównie pogorszeniem się sytuacji finansowej gospodarstw domowych, a także zakończeniem w IV kw. 2012 r. programu „Rodzina na Swoim” (choć część wniosków o dofinansowanie złożonych pod koniec IV kw. 2012 r. była jeszcze realizowana w I kw. br., co łagodziło spadek popytu)⁴¹. O osłabieniu popytu na mieszkania świadczy także obniżenie dynamiki kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

Obniżeniu popytu na mieszkania towarzyszył widoczny spadek liczby mieszkań wprowadzonych do sprzedaży, która trzeci kwartał z rzędu była niższa od liczby mieszkań sprzedanych. Wskutek tego liczba mieszkań znajdujących się w ofercie obniżała się (Wykres 2.42). Równocześnie liczba rozpoczętych inwestycji i wydanych pozwoleń na budowę była najniższa od 2006 r. (Wykres 2.42), do czego przyczyniło się pogorszenie rentowności nowych projektów inwestycyjnych w warunkach spowolnienia gospodarczego. Spadek inwestycji w

Wykres 2.39

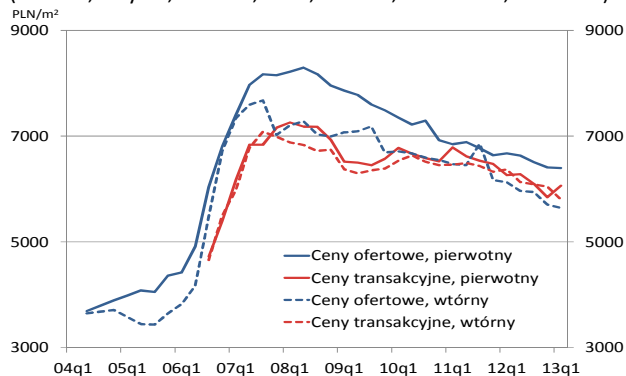
Nominalny kurs złotego (styczeń 2008 = 100, wzrost oznacza aprecjację)



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 2.40

Średnie* ceny mieszkań w siedmiu dużych miastach w Polsce (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Warszawa, Wrocław)

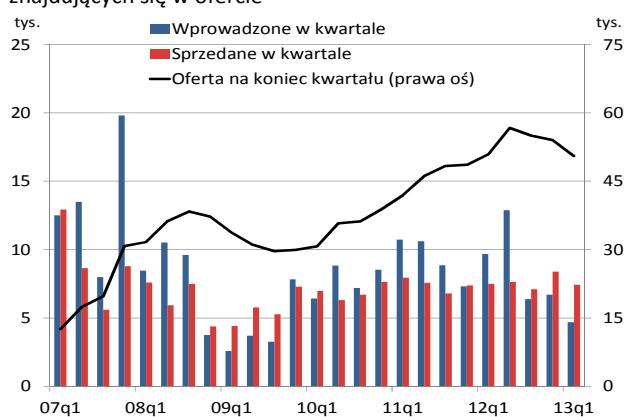


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych transakcyjnych z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości.

* 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 jakości mieszkań.

Wykres 2.41

Liczba mieszkań wprowadzanych na rynek, sprzedanych i znajdujących się w ofercie



Źródło: Dane REAS.

⁴⁰ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacjach NBP pt. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w I kwartale 2013 r.*, oraz *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r.*, dostępnych na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl).

⁴¹ Pomimo formalnego zakończenia programu „Rodzina na Swoim” w 2012 r., realizacja wniosków złożonych pod koniec obowiązywania programu sprawiła, że wypłaty w I kw. 2013 r. wyniosły około 70% wypłat z IV kw. 2012 r.

sektorze mieszkaniowym wskazuje na prawdopodobne obniżanie się podaży nowych mieszkań w kolejnych latach.

2.6. Kredyt i pieniądź

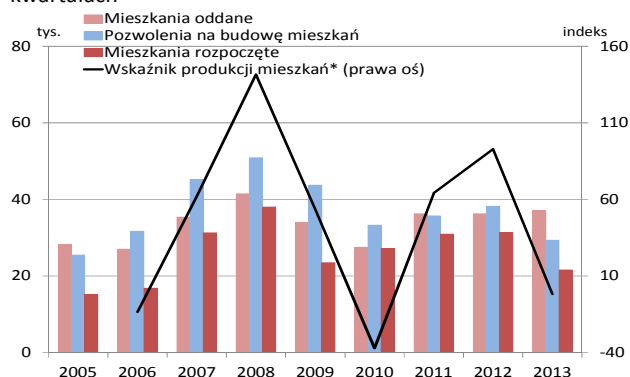
2.6.1. Kredyty

Od publikacji poprzedniego *Raportu* akcja kredytowa w dalszym ciągu spowalniała⁴². W I kw. 2013 r. zadłużenie sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych wzrastało średnio o 2,3 mld zł miesięcznie, czyli wolniej niż w analogicznym okresie ub.r., kiedy średni miesięczny wzrost wyniósł 3,3 mld zł⁴³. W konsekwencji średnia dynamika zadłużenia w I kw. obniżyła się do 4,4% r/r z 5,1% r/r w IV kw. 2012 r.⁴⁴ W okresie kwiecień-maj 2013 r. wzrost zadłużenia analizowanych podmiotów ponownie się obniżył i wyniósł 1,3 mld zł, a dynamika zadłużenia spowolniła do 3,5% r/r.

W I kw. 2013 r. zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło jedynie nieznacznie i w marcu wyniosło 258,3 mld zł. Wzrost zadłużenia firm był istotnie niższy niż w analogicznym okresie 2012 r. (wzrost wyniósł średnio 0,2 mld zł miesięcznie wobec 2,5 mld zł miesięcznie w I kw. ub.r.). Średnia dynamika zadłużenia przedsiębiorstw w dalszym ciągu się obniżała i wyniosła 2,9% r/r w I kw. br. wobec 6,9% r/r w IV kw. ub.r. (Wykres 2.43, Wykres 2.44). Na spowolnienie wzrostu zadłużenia firm złożył się równoczesny dalszy spadek dynamiki kredytów bieżących i kredytów o charakterze

Wykres 2.42

Budownictwo mieszkaniowe w Polsce w pierwszych kwartałach

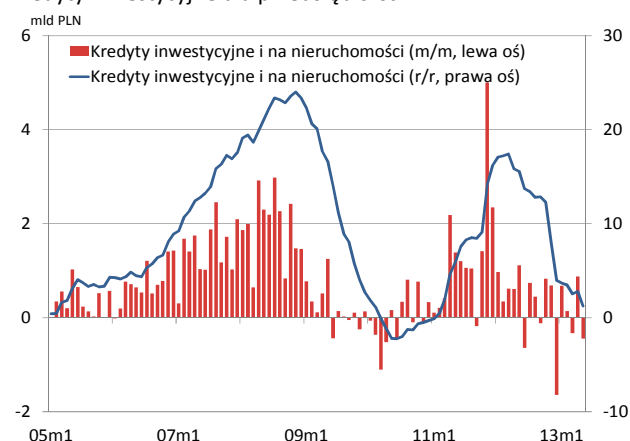


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

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

Wykres 2.43

Kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁴² 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.

⁴³ Zmiany wielkości akcji kredytowej w I kw. 2013 r. pozostawały pod silnym wpływem zmian zadłużenia niemonetarnych instytucji finansowych, które po istotnym wzroście w styczniu, w lutym obniżyły się.

⁴⁴ W tym rozdziale średnia dynamika rozumiana jest jako średnia z dynamik 12-miesięcznych.

inwestycyjnym⁴⁵. Tendencja do zmniejszania dynamiki akcji kredytowej dla firm kontynuowana była także w kwietniu i maju 2013 r., kiedy średni wzrost zadłużenia przedsiębiorstw był bliski zera⁴⁶.

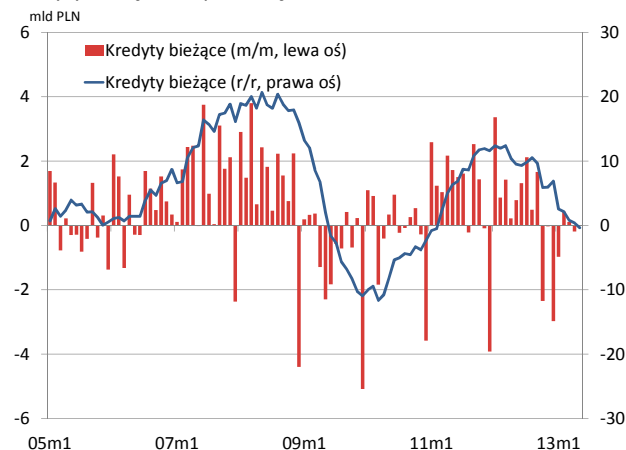
Do osłabienia akcji kredytowej dla firm w I kw. 2013 r. z jednej strony mogło przyczyniać się deklarowane przez banki pogorszenie większości warunków udzielania kredytów w tym segmencie rynku, któremu towarzyszył dalszy wzrost liczby firm nieposiadających zdolności kredytowej⁴⁷. Z drugiej strony, ograniczając na wzrostu zadłużenia firm działań pozostający na niskim poziomie – w warunkach słabnącej aktywności gospodarczej – popyt na kredyt ze strony firm. Z kolei w kierunku ograniczenia skali spowolnienia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw działały dokonane obniżki stóp procentowych, które – wobec braku istotnych zmian marż kredytowych – przełożyły się na spadek średniego oprocentowania kredytów w I kw. 2013 r. o 0,8 pkt proc. wobec średniego poziomu w IV kw. ub.r. (Wykres 2.45, Wykres 2.46)⁴⁸.

Biorąc pod uwagę wielkość przedsiębiorstw, w I kw. 2013 r. – zgodnie z deklaracjami banków – popyt na kredyt ze strony sektora MSP pozostał relatywnie stabilny, natomiast popyt dużych firm nieco się obniżył. Ponadto banki nieznacznie zaostrzyły kryteria kredytowe dla dużych przedsiębiorstw. W konsekwencji akcja kredytowa dla dużych firm spowolniła nieco silniej niż w przypadku sektora MSP.

W IV kw. 2012 r. całkowite zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw obniżyło się nieznacznie w stosunku do III kw. ub.r. (o 0,2 mld EUR) i wyniosło 109,1 mld EUR (Wykres 2.47). Spadek zadłużenia nastąpił pomimo pewnego wzrostu wartości kredytów udzielonych firmom przez ich bezpośrednich inwestorów zagranicznych i wynikał

Wykres 2.44

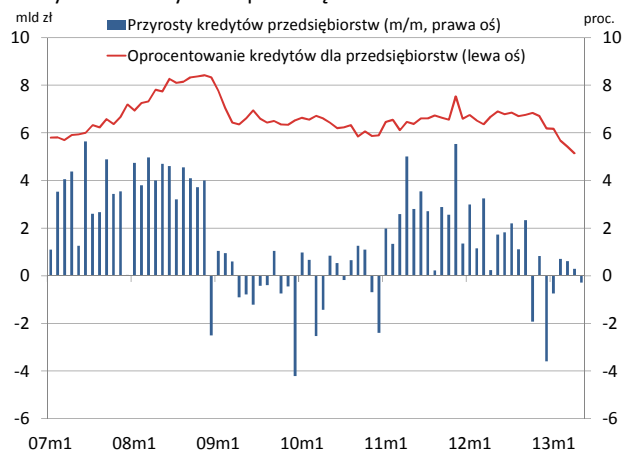
Kredyty bieżące dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.45

Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁴⁵ W okresie kwiecień–maj 2013 r. kredyty o charakterze bieżącym firm obniżyły się nieznacznie (średnio o 0,1 mld zł wobec średniego wzrostu o 0,5 mld zł w analogicznym okresie ub.r.), a ich dynamika wyhamowała do 0,0% r/r. Z kolei kredyty o charakterze inwestycyjnym wzrosły o 0,2 mld zł, a ich dynamika obniżyła się w stosunku do I kw. 2013 r. i wyniosła 1,6% r/r (wobec 2,5% r/r).

⁴⁶ W kwietniu i maju 2013 r. dynamika zadłużenia firm obniżyła się wobec jej średniej wartości w I kw. 2013 r. i wyniosła 1,7 % r/r.

⁴⁷ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kw. 2013 r., NBP.

⁴⁸ W kwietniu 2013 r. oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw w dalszym ciągu się obniżało (o 0,3 pkt proc. wobec marca br.).

głównie ze zmniejszenia wartości kredytów handlowych oraz pozostałych kredytów i pożyczek.

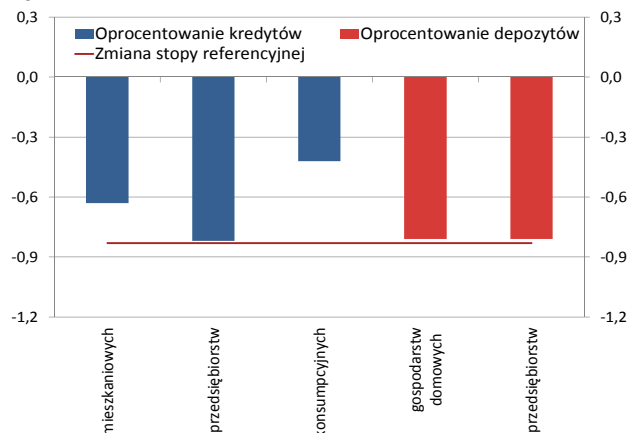
Całkowite zadłużenie gospodarstw domowych w I kw. 2013 r. wzrosło nieznacznie i w marcu br. wyniosło 542,5 mld zł, z czego największą pozycję stanowiło zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych (327,5 mld zł). W I kw. 2013 r. miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych istotnie się obniżyły – ich średni poziom wyniósł 0,4 mld zł wobec średniego miesięcznego wzrostu o 1,1 mld zł w IV kw. 2012 r. (Wykres 2.48). W konsekwencji, dynamika tych kredytów nadal stopniowo się obniżała i w I kw. wyniosła średnio 4,6% r/r (wobec 5,5% r/r w IV kw. ub.r.). W okresie kwiecień-maj 2013 r. średni wzrost kredytów mieszkaniowych był wyższy niż w I kw. 2013 r. (wyniósł 0,8 mld zł), co mogło być związane z sezonowym wzrostem popytu na ten rodzaj kredytów. Jednocześnie dynamika kredytów mieszkaniowych w dalszym ciągu się obniżała (i wyniosła 4,0% r/r).

Obniżenie dynamiki kredytów mieszkaniowych w I kw. 2013 r. związane było ze spadkiem popytu na kredyt, do którego przyczyniło się zakończenie rządowego programu *Rodzina na swoim* oraz pogarszająca się sytuacja ekonomiczna gospodarstw domowych (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny* oraz rozdz. 2.5. *Rynki aktywów*)⁴⁹. Jednocześnie dokonane w I kw. 2013 r. obniżki stóp procentowych skutkowały spadkiem średniego oprocentowania kredytów mieszkaniowych o 0,6 pkt proc. wobec IV kw. ub.r., pomimo pewnego wzrostu marż kredytowych w tym okresie (o 0,2 pkt proc.; Wykres 2.46.; Wykres 2.49)⁵⁰.

W I kw. 2013 r. zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych obniżyło się. Jednocześnie skala spadku kredytów była niższa niż w IV kw. ub. r. (-0,1 mld zł wobec -0,4 mld zł), co wynikało w szczególności ze

Wykres 2.46

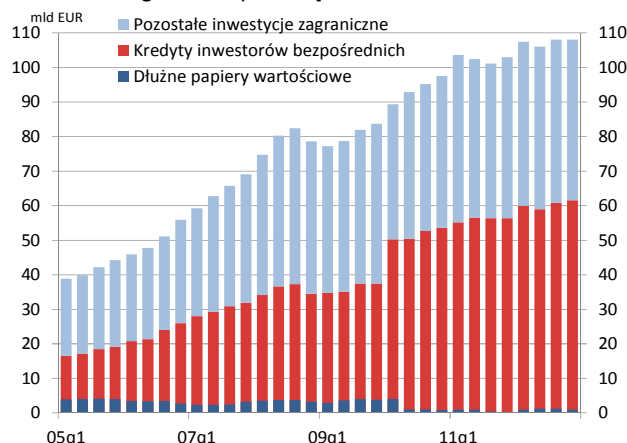
Zmiana średniego oprocentowania kredytów i depozytów na tle zmian stopy referencyjnej NBP w I kw. 2013 r. wobec IV kw. 2012 r.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.47

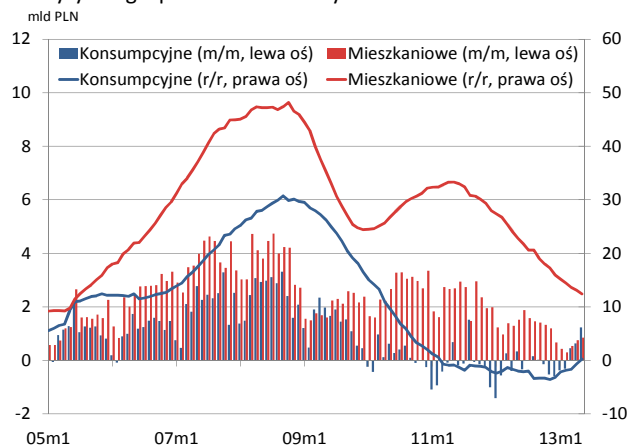
Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.48

Kredyty dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

⁴⁹ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, II kw. 2013 r., NBP.

⁵⁰ W kwietniu 2013 r. oprocentowanie kredytów mieszkaniowych obniżyło się o 0,3 pkt proc. wobec marca br.

wzrostu tego rodzaju kredytów obserwowanego od marca br. (Wykres 2.48)⁵¹. Obniżenie skali spadku kredytów konsumpcyjnych w I kw. 2013 r. związane było głównie z istotnym wzrostem stanu kredytów w jednostkach SKOK, co prawdopodobnie wynikało ze zmiany sposobu klasyfikacji udzielanych przez SKOK kredytów. Jednocześnie do ożywienia akcji kredytowej w tym segmencie rynku w coraz większym stopniu przyczyniał się przyspieszający wzrost kredytów udzielanych przez banki.

Według deklaracji banków popyt na kredyt konsumpcyjny, wobec słabej sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych, pozostawał niski. Jednocześnie wpływ obniżek stóp procentowych na oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych był ograniczany przez dalszy wzrost marż kredytowych (Wykres 2.46; Wykres 2.49)⁵².

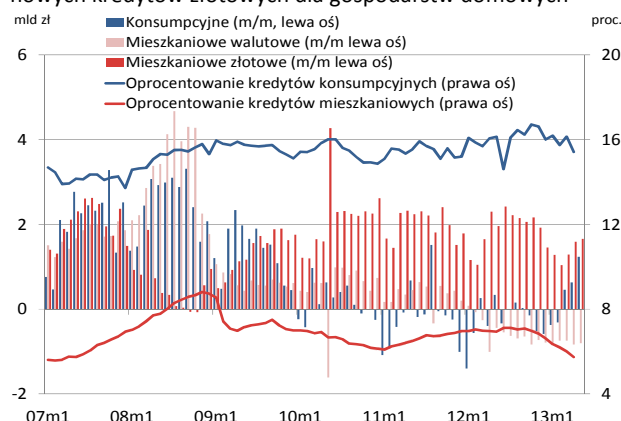
2.6.2. Depozyty i agregaty monetarne

W I kw. 2013 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza – pomimo pewnego przyspieszenia od lutego br. – ukształtowało się na relatywnie niskim poziomie (5,5% r/r; Wykres 2.50)⁵³.

Wartość depozytów przedsiębiorstw w I kw. 2013 r. obniżyła się i w marcu wyniosła 180,1 mld zł. Spadek depozytów firm w I kw. br. – typowy dla początku roku – był jednak istotnie niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (średniomiesięczny spadek wyniósł 2,5 mld zł wobec spadku o 6,1 mld zł w I kw. 2012 r.). W konsekwencji, pomimo iż dynamika depozytów firm w I kw. 2013 r. pozostała ujemna (średniomiesięczny spadek o 4,4% r/r), to stopniowo zwiększała się w trakcie kwartału (Wykres 2.51, Wykres 2.54). Z kolei w okresie

Wykres 2.49

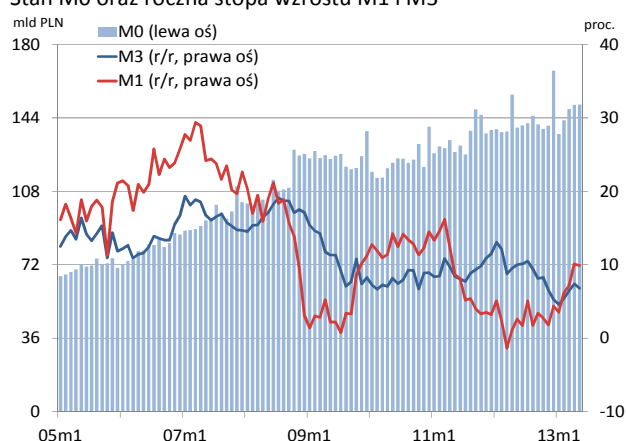
Miesięczne przyrosty kredytów i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.50

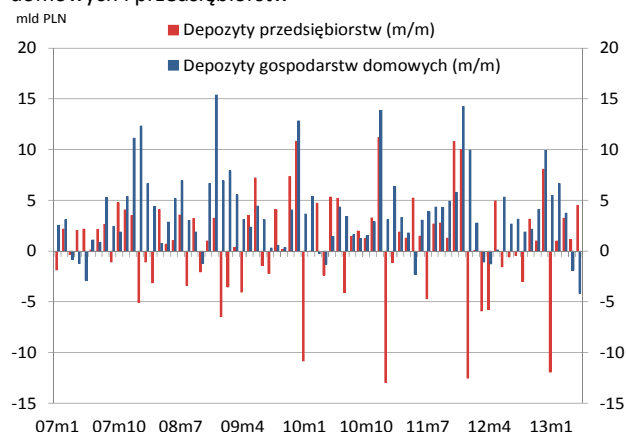
Stan M0 oraz roczna stopa wzrostu M1 i M3



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.51

Przyrosty miesięczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁵¹ W okresie kwiecień-maj br. kredyty konsumpcyjne zwiększyły się średnio o 0,9 mld zł, a ich dynamika w dalszym ciągu przyspieszała (do -0,1% r/r).

⁵² Obserwowany wzrost marż kredytowych nie był spójny z wynikami badań ankietowych, w których banki deklarowały obniżenie marż w I kw. 2013 r. (procent netto 14,8). W kwietniu marże kredytowe zostały obniżone (o 0,5 pkt proc. wobec marca br.), co działało w kierunku dalszego spadku oprocentowania kredytów.

⁵³ W okresie kwiecień-maj 2013 r. przyspieszył do 7,1% r/r.

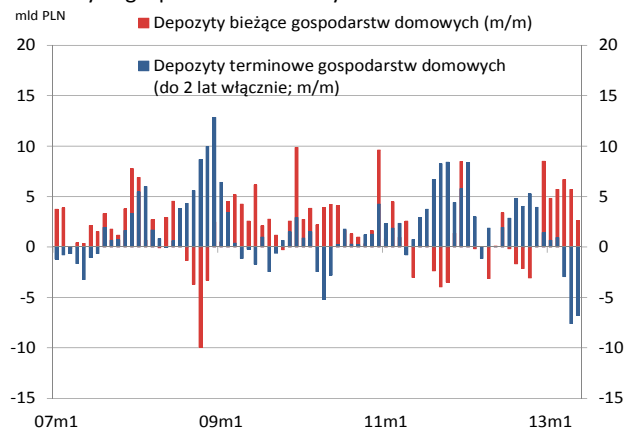
kwiecień-maj 2013 r. depozyty przedsiębiorstw wzrosły o 2,8 mld zł wobec spadku o 0,4 mld zł w analogiczny okresie poprzedniego roku. W konsekwencji dynamika depozytów ponownie wzrosła i wyniosła 2,7% r/r.

W I kw. 2013 r. łączna wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększyła się do 837,6 mld zł w marcu, a ich dynamika ponownie wzrosła i wyniosła 7,3% r/r (wobec 6,7% r/r w IV kw. 2012 r.)⁵⁴. Zwiększenie wartości aktywów finansowych wynikało głównie ze wzrostu depozytów gospodarstw domowych, które przyrastały średnio o 5,3 mld zł miesięcznie (Wykres 2.51; Wykres 2.52)⁵⁵. Skala wzrostu depozytów była większa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego (kiedy średni miesięczny przyrost wyniósł 3,9 mld zł), co – w warunkach utrzymujących się obaw przed bezrobociem – było prawdopodobnie związane z spowolnieniem wzrostu wydatków gospodarstw domowych. W kierunku ograniczenia wzrostu depozytów działało natomiast istotne obniżenie ich oprocentowania (średnio o 0,8 pkt proc. w stosunku do IV kw. ub.r.; Wykres 2.53), co jednocześnie mogło przyczyniać się do zwiększonego napływu środków do funduszy inwestycyjnych (który w I kw. br. wyniósł 2,9 mld zł wobec 2,1 mld zł w IV kw. ub.r.)⁵⁶.

Natomiast w okresie kwiecień-maj 2013 r. stan depozytów gospodarstw domowych poniżej 2 lat obniżył się, a skala tego spadku była istotnie wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. (spadek o odpowiednio 3,0 mld zł i 0,6 mld). Do głębszego spadku depozytów do 2 lat mogło – obok dalszego napływu środków do funduszy inwestycyjnych oraz dalszego obniżenia oprocentowania depozytów – przyczyniać się także przesunięcie środków gospodarstw domowych na depozyty o dłuższym

Wykres 2.52

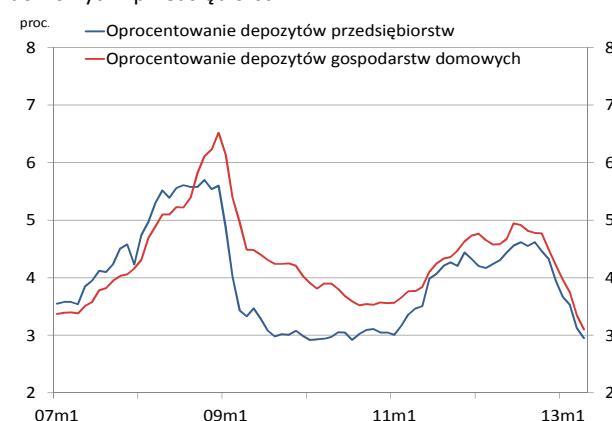
Przyrosty miesięczne bieżących i terminowych depozytów bankowych gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.53

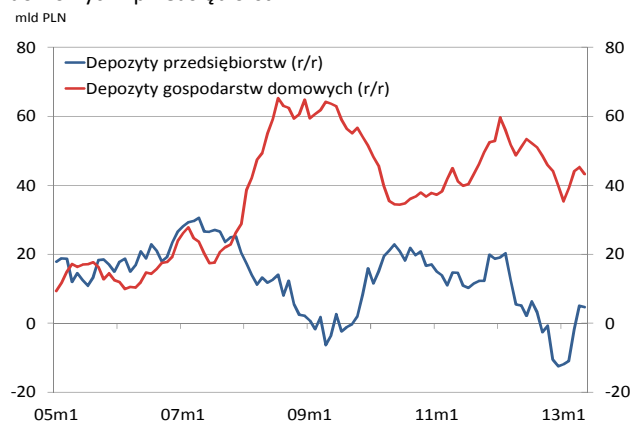
Oprocentowanie depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.54

Przyrosty roczne depozytów bankowych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁵⁴ Podana suma aktywów finansowych uwzględnia zarówno depozyty poniżej 2 lat, jak i depozyty powyżej 2 lat niezaliczane do agregatu M3. W kwietniu br. wzrost wartości aktywów gospodarstw domowych w dalszym ciągu przyspieszał i osiągnął 8,3% r/r.

⁵⁵ Dotyczy depozytów poniżej 2 lat. Depozyty gospodarstw domowych charakteryzują się silnymi zmianami sezonowymi, w szczególności na początku roku istotnie rosną. Do wzrostu depozytów w styczniu i lutym 2013 r. przyczyniły się wypłaty premii i nagród rocznych na rzecz pracowników oraz środków dla rolników z tytułu dopłat bezpośrednich.

⁵⁶ W kwietniu 2013 r. oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych obniżyło się o 0,2 pkt proc. w stosunku do marca br.

terminie zapadalności w związku z ofertą jednego z banków.

2.7. Bilans płatniczy⁵⁷

W I kw. br. deficyt na rachunku obrotów bieżących wyraźnie się zmniejszył i wyniósł 2,6 mld EUR (wobec 4,5 mld EUR w I kw. 2012 r.). Zmniejszenie nierównowagi na rachunku obrotów bieżących było efektem poprawy salda w obrotach towarowych (Wykres 2.55). Poprawa salda obrotów towarowych wynikała ze spadku importu, przy utrzymaniu się umiarkowanego wzrostu eksportu.

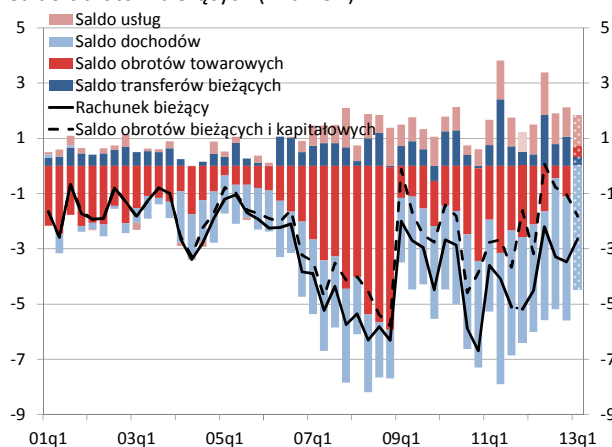
Zmniejszenie nierównowagi na rachunku bieżącym ograniczane było przez wzrost deficytu na rachunku dochodów, oraz niewielki spadek nadwyżek w bilansach usług i transferów bieżących. Utrzymujący się wysoki deficyt dochodów spowodowany jest wysokimi dochodami bezpośrednich inwestorów zagranicznych z tytułu ich zaangażowania kapitałowego w Polsce, do czego przyczyniły się dobre wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw.

W I kw. obniżyła się nadwyżka obrotów kapitałowych wobec z I kw. ub.r., na co wpłynęło obniżenie napływu transferów z UE o charakterze inwestycyjnym (Wykres 2.55).

Nadwyżka na rachunku finansowym w I kw. br. wzrosła w porównaniu do I kw. 2012 r., do czego przyczynił się przede wszystkim wzrost napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski. Wyższy napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych w I kw. 2013 r. wobec I kw. 2012 r. wynikał jednak w znacznym stopniu z efektu bazy, tj. jednostkowej transakcji, która spowodowała odpływ kapitału w I kw. 2012 r. Jednocześnie zmniejszyła się skala napływu inwestycji portfelowych do Polski.

Wykres 2.55

Saldo obrotów bieżących (mld EUR)

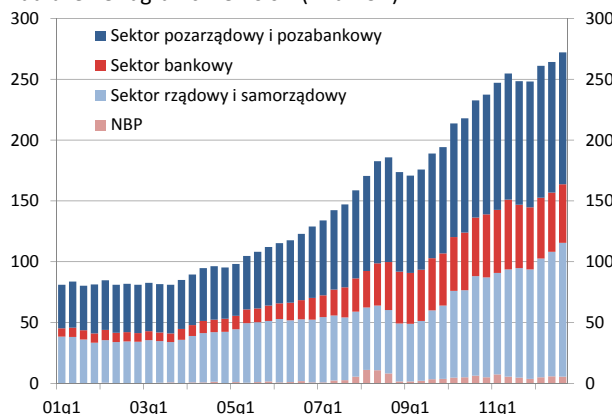


Źródło: Dane i szacunki NBP.

Dane za I kw. 2013 r. odnoszą się do wstępnych danych za okres styczeń-marzec 2013 r.

Wykres 2.56

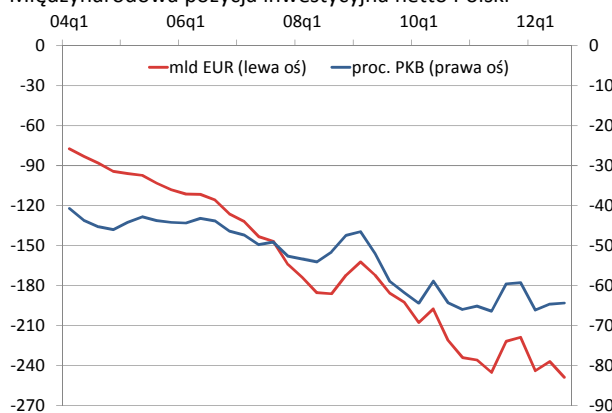
Zadłużenie zagraniczne Polski (mld EUR)



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.57

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski



Źródło: Dane NBP.

⁵⁷ Dane o bilansie płatniczym bazują na danych kwartalnych do IV kw. ub.r oraz danych miesięcznych za okres styczeń-marzec 2013 r. W szczególności dane te nie uwzględniają opublikowanych po cut-off date kwartalnych danych o bilansie płatniczym w I kw. 2013 r.

W I kw. 2013 r. poprawiły się wskaźniki nierównowagi zewnętrznej Polski (Tabela 2.5). W szczególności zmniejszył się deficyt obrotów bieżących oraz deficyt obrotów bieżących i kapitałowych w relacji do PKB.

Tabela 2.5

Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej (4 kwartały krocząco)

	2008	2009	2010	2011	2012				2013
					q1	q2	q3	q4	q1
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-6,6	-3,9	-5,1	-4,9	-5,1	-4,6	-4,1	-3,5	-3,0
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w %)	-5,4	-2,3	-3,3	-2,9	-3,0	-2,3	-1,5	-1,3	-0,9
Saldo obrotów towarowych/PKB (w %)	-5,8	-1,7	-2,5	-2,7	-2,8	-2,4	-1,8	-1,4	-0,7
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/deficyt obrotów bieżących (w %)	43	77	58	76	34	36	22	20	57
Zagraniczne inwestycje bezpośrednie brutto/deficyt obrotów bieżących i kapitałowych (w %)	51	132	90	127	58	72	60	54	185
Oficjalne rezerwy w miesiącach importu towarów i usług	3,3	5,3	5,4	5,2	5,1	5,6	5,6	5,6	5,8
Zadłużenie zagraniczne/PKB (w %)	48	62	67	67	71	72	74	72	b.d.
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/oficjalne aktywa rezerwy (w %)	106	88	83	73	75	70	69	64	b.d.
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)	-48	-62	-66	-59	-66	-65	-67	-67	b.d.
Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r. plus saldo obrotów bieżących/oficjalne aktywa rezerwy (w %)*	167	152	123	119		145	123	118	117

Źródło: Dane NBP.

*Dane dostępne z częstotliwością półroczną do pierwszej połowy 2012 r.

Rozdział 3

POLITYKA PIENIĘŻNA W OKRESIE MARZEC – LIPIEC 2013 R.

Na posiedzeniu w marcu 2013 r. Rada obniżyła stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc. Na posiedzeniu w kwietniu br. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmienionym poziomie. Na posiedzeniach w maju, czerwcu i lipcu Rada obniżała stopy procentowe, każdorazowo 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.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w marcu, kwietniu, maju i czerwcu 2013 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w lipcu br. *Opis dyskusji* na lipcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 22 sierpnia br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 marca 2013 r.

W trakcie posiedzenia Rada Polityki Pieniężnej dyskutowała na temat bieżącej i przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej w kontekście danych makroekonomicznych oraz marcowej projekcji inflacji i PKB.

Odnosząc się do uwarunkowań zewnętrznych, zwracano uwagę na wyhamowanie wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i brak poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro w IV kw. 2012 r. Podkreślano, że PKB w większości krajów strefy euro, w tym w największych gospodarkach strefy, tj. we Francji i w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, obniżył się w tym okresie. Jednocześnie wskazywano na pojawiające się sygnały pewnej poprawy wskaźników koniunktury w niektórych krajach strefy euro w pierwszych miesiącach 2013 r., choć wyrażano przy tym wątpliwość, czy jest to wystarczający sygnał poprawy koniunktury gospodarczej w tych krajach. Część członków Rady oceniała, że wychodzenie strefy euro z recesji będzie powolne. W tym kontekście zwrócono także uwagę na wzrost niepewności dotyczącej sytuacji politycznej we Włoszech, co mogłoby przyczynić się do pogorszenia nastrojów podmiotów gospodarczych w strefie euro oraz na rynkach finansowych.

Omawiając kształtowanie się sytuacji w polskiej gospodarce, członkowie Rady podkreślali, że dane o PKB za IV kw. 2012 r. potwierdziły silne spowolnienie gospodarki w tym okresie. Wskazywano na

utrzymanie się spadku popytu krajowego, na który złożył się zarówno dalszy spadek inwestycji, jak i obniżenie popytu konsumpcyjnego. Wskazywano, że dane miesięczne, które napłynęły od poprzedniego posiedzenia, sugerują, że również na początku 2013 r. aktywność gospodarcza pozostała niska. Jednocześnie zwrócono uwagę na nieco lepsze od oczekiwań dane miesięczne o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz na poprawę niektórych wskaźników koniunktury, które mogą sugerować wzrost aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach.

Większość członków Rady była zdania, że czynnikiem ograniczającym dynamikę popytu w Polsce, w szczególności popytu konsumpcyjnego, jest wciąż pogarszająca się sytuacja na rynku pracy oraz niska dynamika akcji kredytowej dla gospodarstw domowych. W tym kontekście część członków Rady zwróciła uwagę na utrzymanie się obserwowanego od kilku lat stopniowego wzrostu stopy bezrobocia, który ogranicza presję płacową w gospodarce oraz wpływa negatywnie na dynamikę konsumpcji. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że wzrost stopy bezrobocia w ostatnich latach był w znacznym stopniu związany ze zwiększeniem podaży pracy, a w mniejszym – ze spadkiem zatrudnienia.

Dyskutując na temat akcji kredytowej, wyrażano opinię, że w kierunku jej osłabienia oddziałuje w dużym stopniu zaostrzenie polityki kredytowej przez banki. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że nawet jeśli nastąpi pewne złagodzenie tej polityki w odniesieniu do sektora gospodarstw domowych, to nie przyczyni się to do wyraźnego ożywienia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych ze względu na obniżanie się popytu na kredyt tego sektora. Zwracano uwagę, że czynnikiem oddziałującym w kierunku przyspieszenia dynamiki akcji kredytowej jest obniżenie stóp procentowych NBP. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dotychczasowe obniżenie stóp procentowych NBP wpłynęło w większym stopniu na obniżenie oprocentowania depozytów w bankach niż kredytów, a – pomimo złagodzenia polityki pieniężnej – dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych kształtuje się na niskim poziomie, do czego przyczynia się obniżenie popytu na kredyt. Niektórzy członkowie Rady wskazywali, że obniżenie oprocentowania depozytów w sektorze bankowym może wpływać na obniżenie skłonności do oszczędzania przez gospodarstwa domowe.

Omawiając perspektywy wzrostu gospodarczego w kontekście projekcji marcowej, większość członków Rady podkreślała, że w świetle projekcji w najbliższych kwartałach dynamika PKB – pomimo prawdopodobnego stopniowego przyspieszenia – pozostanie niska. Zwracano przy tym uwagę, że zgodnie z projekcją także dynamika popytu krajowego w bieżącym roku będzie nadal bardzo niska, a luka popytowa pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji. Wskazuje to na ograniczone ryzyko nasilenia się presji popytowej w najbliższych latach. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że wzrost PKB może kształtować się na nieco wyższym poziomie od przewidywanego w projekcji. Członkowie ci argumentowali w szczególności, że założona w projekcji poprawa koniunktury za granicą powinna przełożyć się w większym stopniu na przyspieszenie dynamiki PKB w Polsce. Odwołując się do danych na temat restrukturyzacji przedsiębiorstw w Polsce, poddawali oni także w wątpliwość założoną w projekcji dynamikę całkowitej produktywności czynników wytwórczych. W ich opinii dynamika ta może być niższa, co będzie skutkowało niższą dynamiką produktu potencjalnego i w efekcie szybszym domykaniem się ujemnej luki popytowej.

Omawiając kształtowanie się inflacji CPI, zwrócono uwagę na jej spadek w styczniu 2013 r. w okolice dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Podkreślano, że zgodnie z marcową projekcją – przy założeniu niezmiennych stóp procentowych – inflacja pozostanie w okolicy dolnej granicy odchyień od

celu inflacyjnego w całym horyzoncie projekcji. Takie kształtowanie się inflacji CPI ma w świetle projekcji wynikać z niskiej dynamiki cen energii w kolejnych latach i obniżenia się inflacji bazowej. Przewidywany spadek inflacji bazowej oraz dynamiki jednostkowych kosztów pracy sugeruje utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w nadchodzących latach.

Zdaniem części członków Rady, inflacja może kształtować się powyżej poziomu przewidywanego w projekcji. Członkowie ci zwracali uwagę, że sytuacja geopolityczna na świecie pozostaje istotnym czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku wyższego, niż założono w projekcji, poziomu cen surowców energetycznych. Argumentowali oni, że – przy założeniu wyższej dynamiki cen surowców energetycznych – inflacja może kształtować się w pobliżu celu inflacyjnego w kolejnych kwartałach, a więc wyżej niż wskazuje projekcja. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że przyspieszenie dynamiki wydajności pracy wynikające z projekcji nie będzie sprzyjać utrzymywaniu się dynamiki płac na poziomach bliskich historycznemu minimum. W rezultacie dynamika jednostkowych kosztów pracy może być – w ich ocenie – wyższa niż w projekcji, co przyczyniałoby się do wyższej inflacji. W tym samym kierunku może oddziaływać szybszy niż oczekiwano w projekcji wzrost konsumpcji indywidualnej. Ponadto zwrócono uwagę, że dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku wyższego – w stosunku do ścieżki centralnej z projekcji – wskaźnika CPI może być utrzymanie w kolejnych latach podwyższonej stawki VAT, co jest prawdopodobne w przypadku silniejszego od obecnie zakładanego wpływu spowolnienia gospodarczego na sytuację sektora finansów publicznych.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na marcowym posiedzeniu. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżenia stóp procentowych NBP. Część członków Rady oceniała natomiast, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmiennym poziomie.

Większość członków Rady uznała, że – wobec przewidywanego w projekcji marcowej utrzymywania się inflacji wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP i ujemnej luki popytowej w nadchodzących latach – uzasadnione jest dalsze obniżenie stóp procentowych NBP. W tym kontekście członkowie ci wskazywali, że nawet po obniżeniu stóp procentowych, ich realny poziom pozostanie wyraźnie dodatni i bezpieczny z punktu widzenia ograniczenia ryzyka narastania nierównowag w gospodarce.

Zdaniem większości członków Rady, napływające dane oraz scenariusz zarysowany w projekcji uzasadniały większe niż dotychczas obniżenie stóp procentowych. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że skala obniżki stóp na marcowym posiedzeniu nie powinna być większa niż na poprzednich posiedzeniach. Za utrzymaniem dotychczasowego tempa łagodzenia polityki pieniężnej przemawia zdaniem tych członków Rady obawa, że zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby prowadzić do dalszego spadku skłonności do oszczędzania w sektorze bankowym.

Niektórzy członkowie Rady oceniali z kolei, że obecny poziom stóp procentowych jest niski w porównaniu z wcześniejszymi okresami dekoniunktury i dalsze łagodzenie polityki pieniężnej nie jest uzasadnione. Wobec znacznego – ich zdaniem – ryzyka kształtowania się inflacji powyżej ścieżki zakładanej w projekcji w średnim okresie, obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni, by umożliwić powrót inflacji do celu w takim horyzoncie. W ich ocenie, nadmierne obniżenie stóp procentowych miałoby negatywny wpływ na podaźową stronę gospodarki, w tym natężenie restrukturyzacji w sektorze przedsiębiorstw, a w efekcie na wzrost PKB w dłuższym okresie.

Zdaniem większości członków Rady, obniżenie stóp procentowych zarówno na bieżącym posiedzeniu, jak i na poprzednich posiedzeniach, przyczyni się do złagodzenia warunków monetarnych i będzie oddziaływało w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego, a przez to powrotu inflacji w okolice celu w średnim okresie. Większość członków Rady uznała, że decyzja o obniżeniu stóp na bieżącym posiedzeniu stanowi dopełnienie cyklu obniżek stóp procentowych.

Niektórzy członkowie Rady nie wykluczyli jednak ponownego dostosowania stóp procentowych, jeśli napływające dane wskazywałyby na niższą aktywność gospodarczą lub niższą inflację niż przewiduje marcowa projekcja.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek został przyjęty. Złożono również wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,25 pkt proc. Z powodu przyjęcia wniosku o obniżenie podstawowych stóp procentowych o 0,50 pkt proc. wniosek ten nie był głosowany. Rada postanowiła obniżyć podstawowe stopy procentowe NBP o 0,50 pkt proc. do poziomu: stopa referencyjna 3,25%, stopa lombardowa 4,75%, stopa depozytowa 1,75%, stopa redyskonta weksli 3,50%.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 10 kwietnia 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 w strefie euro w I kw. br. prawdopodobnie utrzymała się recesja, oraz że perspektywy ożywienia w tej gospodarce wciąż obciążone są dużą niepewnością. W tym kontekście członkowie Rady podkreślali, że w ostatnim okresie prognozy PKB w strefie euro w 2013 r. były obniżane, a wskaźniki koniunktury, po ich pewnej poprawie na początku br., pogorszyły się. W tym kontekście wskazywano także na niskie poziomy wskaźników koniunktury we Francji. Argumentowano jednak, że w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, koniunktura gospodarcza w I kw. br. była lepsza niż w całej strefie euro. Zauważano przy tym, że w tej gospodarce w bieżącym i w przyszłym roku oczekuje się pewnego przyspieszenia dynamiki aktywności gospodarczej, co może być związane ze wzrostem popytu krajowego, wspieranego przez wysokie zatrudnienie i niskie bezrobocie. Zwrócono również uwagę na relatywnie korzystne perspektywy kształtowania się popytu w Stanach Zjednoczonych, a także w Japonii. Wyrażano jednak obawy, że wzrost gospodarczy w niektórych gospodarkach rozwiniętych w kolejnych latach pozostanie stosunkowo niski – zdaniem niektórych członków Rady także w związku ze znacznym udziałem wydatków publicznych w PKB.

Członkowie Rady podkreślali, że silnie ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne, w tym ogłoszenie silnego poluzowania ilościowego przez Bank Japonii, może przyczyniać się do nasilenia napływu kapitału portfelowego do gospodarek wschodzących, w tym do Polski. W efekcie działania te wpływają obecnie na wzrost cen obligacji skarbowych, jednak w dalszej perspektywie mogą prowadzić do wzrostu zmienności tych cen, a także kursu złotego, szczególnie w warunkach nagłych zmian awersji do ryzyka na rynkach światowych. Niektórzy członkowie Rady zauważali jednak, że napływ kapitału portfelowego obserwowany w ostatnim okresie nie wiązał się z istotną aprecjacją kursu złotego. Z kolei inni członkowie Rady wskazywali, że czynnikiem ryzyka dla sektora finansowego w

Polsce może być także ponowne nasilenie się problemów sektora bankowego w części gospodarek strefy euro.

Omawiając kształtowanie się koniunktury w Polsce, członkowie Rady zwracali uwagę, że w I kw. br. dynamika aktywności pozostała niska, a w gospodarce nie pojawiły się sygnały ożywienia. W tym kontekście podkreślano, że w lutym produkcja przemysłowa spadła, po jej jedynie nieznacznym wzroście w styczniu, a dynamika produkcji budowlano-montażowej wciąż była ujemna. Równocześnie w opinii członków Rady popyt konsumpcyjny – mimo pewnej poprawy nastrojów konsumentów w ostatnim okresie – pozostał niski, co pokazuje ujemne roczne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej w lutym br. Na niską aktywność gospodarczą w Polsce w I kw. br. wskazywały również – według członków Rady – niskie poziomy wskaźników koniunktury, mimo pewnej poprawy niektórych z nich w ostatnim okresie. Wskazywano również na wyniki finansowe przedsiębiorstw, które w IV kw. ub. r. się pogorszyły. Podkreślano przy tym, że sytuacja finansowa przedsiębiorstw kierujących swoją produkcję na eksport pozostała lepsza niż przedsiębiorstw kierujących swoją produkcję na rynek krajowy.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, podkreślano brak presji płacowej. Przyspieszenie rocznego tempa wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach w lutym wynikało prawdopodobnie ze statystycznego efektu bazy i miało jednorazowy charakter. Część członków Rady zauważała, że niski popyt w gospodarce przyczynia się do dalszego wzrostu stopy bezrobocia, co w ich opinii może negatywnie wpływać na kapitał ludzki, a przez to na potencjał produkcyjny gospodarki. Niektórzy członkowie Rady byli natomiast zdania, że obserwowany wzrost stopy bezrobocia wynika w dużej mierze ze wzrostu podaży pracy oraz z dostosowań zatrudnienia w przedsiębiorstwach, po jego wcześniejszym nadmiernym wzroście. Członkowie ci wskazywali, że wraz z ożywieniem produkcji sytuacja na rynku pracy również powinna się poprawiać. Członkowie Rady zwracali również uwagę na strukturalne własności rynku pracy, w tym na jego elastyczność w zakresie swobody kształtowania umów o pracę. Niektórzy z nich twierdzili, że elastyczność ta sprzyja niskiemu wynagradzaniu wydajności pracy, co z jednej strony pozwala utrzymać konkurencyjność przedsiębiorstw, z drugiej zaś, oddziałuje niekorzystnie na oszczędności i konsumpcję gospodarstw domowych. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że znaczącym problemem na rynku pracy jest niska mobilność przestrzenna pracujących, związana ze słabo rozwiniętym rynkiem wynajmu mieszkań.

Członkowie Rady podkreślali, że niskiej aktywności gospodarczej towarzyszy spadek dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, w tym o charakterze bieżącym i inwestycyjnym oraz niska dynamika kredytu dla gospodarstw domowych. Niektórzy członkowie Rady wskazywali ponadto na zmniejszenie wartości nowoprzyjętych depozytów od gospodarstw domowych w lutym. Inni członkowie Rady wskazywali jednak, że – mimo spadku stóp procentowych w ostatnim okresie – roczna dynamika depozytów gospodarstw domowych w lutym była wyższa niż w styczniu.

Oceniając perspektywy wzrostu popytu w Polsce, większość członków Rady uważała, że w najbliższych kwartałach tempo wzrostu PKB powinno przyspieszać, choć pozostanie umiarkowane. Nieco wyższy wzrost PKB będzie w opinii części członków Rady rezultatem pewnego przyspieszenia dynamiki eksportu następującego wraz z poprawą koniunktury w gospodarce niemieckiej w kolejnych kwartałach. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że spadek inflacji będzie oddziałował w kierunku wzrostu siły nabywczej dochodów konsumentów, co będzie wspierać popyt wewnętrzny. Część członków Rady uważała jednak, że ożywienie w polskiej gospodarce może odsunąć się w czasie, a moment i skala przyspieszenia dynamiki PKB obarczone są niepewnością, szczególnie biorąc pod uwagę

niepewność dotyczącą ożywienia w strefie euro. Inni członkowie Rady uważali natomiast, że przyspieszenie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może być silniejsze niż wynikało z marcowej projekcji NBP.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie wskaźnika inflacji CPI poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, a także poniżej poziomu przewidywanego w marcowej projekcji. Wskazywali przy tym na spadek wszystkich miar inflacji bazowej, co potwierdza niską presję popytową w gospodarce. Niektórzy członkowie Rady byli jednak zdania, że spadek inflacji w ostatnim okresie wynikał w znacznym stopniu ze wstrząsów podażyowych. Większość członków Rady uważała, że w najbliższych kwartałach inflacja CPI pozostanie poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP, a inflacja bazowa będzie niska i stabilna. Część członków Rady wskazywała jednak na czynniki oddziałujące w kierunku wyższej niż prognozowano inflacji w przyszłości. Wskazywano, że ze względu na niskie dochody podatkowe, prawdopodobieństwo utrzymania podwyższonej stawki VAT w 2014 r. jest znaczne, co jest czynnikiem podwyższającym prognozowaną w marcowej projekcji NBP ścieżkę wskaźnika CPI w 2014 r. Inni członkowie Rady argumentowali jednak, że wyższa niż przewidywano stawka podatku pośredniego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia siły nabywczej dochodów do dyspozycji, a przez to ograniczenia presji popytowej. Część członków Rady wskazywała również na krótkookresowe ryzyka dla wzrostu cen związane z przedłużającą się zimą, która może przyczyniać się wzrostu cen żywności oraz usług komunalnych. Niektórzy członkowie podkreślali także, że bieżąca i prognozowana inflacja bazowa kształtuje się na poziomie, który w przeszłości umożliwiał kształtowanie się inflacji CPI w paśmie odchyień od celu inflacyjnego.

Dyskutując na temat poziomu stóp procentowych NBP uznano, że na obecnym posiedzeniu Rady powinny one pozostać niezmienione, w szczególności ze względu na niejednoznaczne sygnały dotyczące perspektyw poprawy koniunktury w kolejnych kwartałach. Równocześnie, odnosząc się do przyszłych decyzji, część członków Rady uważała, że w nadchodzących miesiącach uzasadnione może być ponowne obniżenie stóp procentowych, jeśli nie pojawią się wyraźne sygnały poprawy koniunktury w gospodarce Polski i wzrośnie prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie. Za możliwością obniżenia stóp procentowych, w opinii tych członków Rady, przemawia utrzymanie się relatywnie wysokiego poziomu realnych stóp procentowych, wynikające z silniejszego od prognoz spadku inflacji i obniżenia oczekiwań inflacyjnych, a także brak wyraźnych sygnałów poprawy koniunktury w gospodarce Polski. Równocześnie część członków Rady zwracała uwagę, że relatywnie wysoki dysparytet stóp procentowych wobec gospodarek rozwiniętych może nasilać napływ kapitału portfelowego do Polski, zwłaszcza w warunkach wysokiej płynności na światowych rynkach dodatkowo zwiększanej przez znaczący wzrost ekspansji monetarnej Banku Japonii.

Część członków Rady uważała jednak, że ze względu na oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, a także możliwość kształtowania się inflacji CPI w 2014 r. powyżej projekcji, stopy procentowe NBP nie powinny być dalej obniżane. Niektórzy z tych członków Rady argumentowali, że dalsze obniżanie stóp procentowych może ograniczyć skalę restrukturyzacji nierentownych przedsiębiorstw i spowalniać realokację zasobów w kierunku bardziej produktywnych przedsięwzięć gospodarczych. Równocześnie w ich opinii dalsze obniżenie stóp procentowych NBP nie wspierałoby popytu w gospodarce, jako że źródłem obecnego spowolnienia są głównie słabe nastroje podmiotów gospodarczych oraz niska dynamika popytu zewnętrznego. Członkowie ci uważali także, że obniżki stóp procentowych mogą prowadzić do nadmiernego wzrostu cen obligacji skarbowych, co może zwiększyć ryzyko makroekonomiczne w razie nagłego odpływu kapitału w przyszłości. Inni członkowie Rady

argumentowali, że pozostawienie stóp procentowych w ujęciu realnym na relatywnie wysokim poziomie oddziaływałoby w kierunku przyrostu depozytów, co wspierałoby stabilność sektora bankowego, szczególnie biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą stabilności sektora bankowego w niektórych krajach strefy euro.

Rada pozostawiła stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 3,25%, stopa lombardowa 4,75%, stopa depozytowa 1,75%, stopa redyskonta weksli 3,50%

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 maja 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, podkreślano, że w ostatnich miesiącach pojawiły się sygnały ponownego osłabienia koniunktury w gospodarce światowej. Wskazywano na niższy od oczekiwań rynkowych wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. i na pogorszenie nastrojów tamtejszych podmiotów gospodarczych. Argumentowano ponadto, że w kolejnych kwartałach czynnikiem ograniczającym wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych może być kontynuowanie tam działań mających na celu zmniejszenie nierównowagi finansów publicznych. Z kolei w strefie euro najprawdopodobniej utrzymała się recesja, a ponowne pogorszenie wyprzedzających wskaźników koniunktury w większości jej krajów członkowskich, w tym w Niemczech, może wskazywać, że perspektywa ożywienia w tej gospodarce oddala się. Niektórzy członkowie Rady wskazali przy tym jednak, że w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, zgodnie z prognozami ośrodków zewnętrznych koniunktura ma się stopniowo poprawiać w II połowie br. Odnosząc się do bieżących danych dotyczących aktywności gospodarczej za granicą, wskazywano również, że pogorszenie koniunktury w krajach rozwiniętych przekłada się na osłabienie wzrostu gospodarczego w największych krajach wschodzących.

Omawiając procesy inflacyjne za granicą, zwrócono uwagę na obniżenie się inflacji w wielu krajach, w tym w strefie euro. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że inflacja bazowa w strefie euro pozostaje stabilna, a obniżenie dynamiki cen w tym regionie, podobnie jak w innych gospodarkach, wynika w znacznym stopniu ze spadku cen surowców, w tym żywności i energii, obserwowanego w ostatnich miesiącach.

Odnosząc się do polityki pieniężnej głównych banków centralnych, zwrócono uwagę na obniżenie stóp procentowych dokonane w maju przez Europejski Bank Centralny, które zwiększyło dysparytet stóp procentowych w Polsce wobec strefy euro. Członkowie Rady podkreślali, że silnie ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne może nadal przyczyniać się do nasilenia napływu kapitału portfelowego do gospodarek wschodzących, w tym do Polski. W efekcie działania te wpływają na wzrost cen obligacji skarbowych, jednak w dalszej perspektywie mogą prowadzić do wzrostu zmienności tych cen, szczególnie w warunkach nagłych zmian awersji do ryzyka na rynkach światowych.

Omawiając bieżące dane z polskiej gospodarki, członkowie Rady zwracali uwagę na obniżenie szacunku PKB w IV kw. 2012 r., w tym w zakresie wydatków inwestycyjnych. Oceniano, że w I kw. br. wzrost gospodarczy pozostał najprawdopodobniej niski, na co wskazuje spadek produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz zbliżona do zera dynamika realnej sprzedaży detalicznej. Członkowie Rady

podkreślali ponadto, że w kwietniu wskaźniki koniunktury – po przejściowej poprawie w poprzednich miesiącach – ponownie się osłabiły.

Członkowie Rady wyrażali opinię, że sytuacja na rynku pracy nie sprzyja przyspieszeniu wzrostu popytu konsumpcyjnego. W szczególności, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal się obniża, a stopa bezrobocia (po wyeliminowaniu czynników sezonowych) wzrasta, co przekłada się na słaby wzrost płac. W tym kontekście wskazywano na niską dynamikę wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw i spadek realnego funduszu płac. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że spadek inflacji, zwłaszcza w części wynikającej z obniżenia dynamiki cen energii, oddziałuje w kierunku wzmocnienia siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i poprawy sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Omawiając kształtowanie się agregatów monetarnych, część członków Rady zwracała uwagę, że nadal osłabia się dynamika kredytu dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Jednocześnie wskazywano na wzrost dynamiki depozytów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w marcu. Czynnikiem zwiększającym dynamikę depozytów gospodarstw domowych może być – w opinii części członków Rady – zwiększona skłonność do oszczędzania w warunkach spowolnienia gospodarczego i wzrostu obaw związanych z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy. W takiej sytuacji skłonności do oszczędzania nie ogranicza spadek oprocentowania depozytów. W tym kontekście zauważono, że dotychczasowe obniżki stóp procentowych NBP wpłynęły w większym stopniu na oprocentowanie depozytów niż kredytów, w tym zwłaszcza kredytów konsumpcyjnych.

Oceniając perspektywy aktywności gospodarczej w Polsce, część członków Rady uznała, że w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca oczekiwanego tempa i momentu ożywienia gospodarczego. Wynika to w szczególności z pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą, co może przełożyć się na zmniejszenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB, będącego w poprzednich kwartałach głównym popytowym czynnikiem wzrostu gospodarczego. Ponadto część członków Rady podkreślała brak sygnałów wskazujących na możliwość istotnego wzrostu popytu krajowego w nadchodzących kwartałach. Część członków Rady zwracała także uwagę, że – wobec wyższego od planowanego deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB w 2012 r. i prawdopodobnego utrzymania przez UE procedury nadmiernego deficytu wobec Polski – w najbliższych latach należy oczekiwać kontynuacji zacieśnienia fiskalnego, co będzie nadal ograniczało dynamikę popytu. W kierunku niższej aktywności gospodarczej będzie nadal oddziaływać również przejściowe zmniejszenie inwestycji współfinansowanych z funduszy unijnych. Inni członkowie Rady byli jednak zdania, że prognozowana poprawa koniunktury w Niemczech w II połowie br. powinna przełożyć się na ożywienie w polskim sektorze eksportowym. Wskazywano ponadto, że w I kw. 2013 r. wzrosło wykorzystanie mocy wytwórczych w gospodarce, a – zgodnie z dostępnymi prognozami – wzrost PKB nie powinien się już dalej obniżyć i w nadchodzących kwartałach należy oczekiwać jego stopniowego przyspieszenia.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, większość członków Rady podkreślała dalsze obniżenie się wskaźnika inflacji CPI, który od lutego 2013 r. kształtuje się poniżej dolnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP. Tym samym wskaźnik CPI znalazł się poniżej poziomu przewidywanego w marcowej projekcji. Wskazywano przy tym na dalsze obniżenie się inflacji bazowej, co potwierdza ograniczoną presję popytową w gospodarce. Jednocześnie wskazywano, że do obniżenia się inflacji w ostatnich miesiącach w istotnej mierze przyczynił się spadek dynamiki cen żywności i energii.

Oceniając perspektywy inflacji, większość członków Rady była zdania, że inflacja CPI w kolejnych kwartałach prawdopodobnie pozostanie niższa od poziomu oczekiwanego w marcowej projekcji, co –

wraz z niepewnością dotyczącą tempa ożywienia gospodarczego w Polsce – zwiększa ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Niższej inflacji będzie także sprzyjać spadek cen surowców na rynkach światowych obserwowany w ostatnim okresie. Brak ryzyka wyraźnego przyspieszenia inflacji sygnalizują także niskie oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych. Część członków Rady zwróciła jednak uwagę, że wobec oczekiwanego ożywienia w gospodarce światowej w II połowie br., w horyzoncie roku dynamika cen surowców na rynkach światowych może ponownie wzrosnąć. Członkowie ci wskazywali również na brak uwzględnienia w projekcji marcowej wpływu utrzymania podwyższonej stawki VAT w 2014 r. na kształtowanie się inflacji w przyszłym roku. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że nawet uwzględniając brak obniżki stawek VAT inflacja powinna utrzymać się poniżej poziomu oczekiwanego w marcowej projekcji.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżenia stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmiennym poziomie.

Większość członków Rady była zdania, że uzasadniona jest korekta cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, ponieważ napływające dane wskazują na brak wyraźnych sygnałów poprawy koniunktury w gospodarce Polski i jej otoczeniu, a spadek inflacji jest silniejszy od oczekiwanego w projekcji, co stwarza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Ponadto – mimo dotychczasowego obniżenia stóp – szybszy od prognoz spadek inflacji i oczekiwań inflacyjnych przełożył się na wzrost realnych stóp procentowych. Równocześnie część członków Rady wskazywała, że – w warunkach wysokiej płynności na światowych rynkach – relatywnie wysoki dysparytet stóp procentowych wobec gospodarek rozwiniętych może nadmiernie nasilać napływ kapitału portfelowego do Polski. Zdaniem niektórych członków Rady dostosowanie stóp procentowych NBP powinno nastąpić jak najszybciej, co przemawia za większą skalą ich obniżenia na bieżącym posiedzeniu.

Inni członkowie Rady uważali jednak, że ze względu na oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, a także czynniki ryzyka mogące oddziaływać w kierunku wyższej inflacji, stopy procentowe NBP nie powinny być obniżone na bieżącym posiedzeniu, a zdaniem niektórych z tych członków Rady cykl łagodzenia polityki pieniężnej powinien być zakończony. W ich opinii, stopy procentowe NBP znajdują się już obecnie na historycznie niskim poziomie i ich dalsze obniżanie nie przełożyłoby się na istotne wsparcie popytu w gospodarce, jako że źródłem obecnego spowolnienia są głównie słabe nastroje podmiotów gospodarczych oraz niska dynamika popytu zewnętrznego. Ponadto, zdaniem niektórych członków Rady, dalsze obniżanie stóp procentowych mogłoby negatywnie wpłynąć na natężenie restrukturyzacji przedsiębiorstw w polskiej gospodarce, od którego zależy jej wzrost w dłuższej perspektywie. Może ono także stwarzać bodźce do podejmowania nadmiernie ryzykownych projektów inwestycyjnych.

Odnosząc się do przyszłych decyzji, część członków Rady była zdania, że w nadchodzących miesiącach uzasadnione może być ponowne obniżenie stóp procentowych, jeśli wzrośnie prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie. Zdaniem niektórych członków Rady, ocena zasadności ewentualnego obniżenia stóp procentowych powinna uwzględniać wyniki kolejnej projekcji inflacji.

Na posiedzeniu złożono wniosek o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również 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 3,00%, stopa lombardowa 4,50%, stopa depozytowa 1,50%, stopa redyskonta weksli 3,25%

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 czerwca 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.

Oceniając koniunkturę za granicą wskazywano, że dane o PKB w I kw. 2013 r. w strefie euro okazały się słabsze od oczekiwań i potwierdziły utrzymanie się tam recesji. Część członków Rady wskazywała przy tym, że mimo pewnej poprawy wskaźników koniunktury dla strefy euro w ostatnim okresie, nadal sygnalizują one utrzymywanie się tendencji recesyjnych w tej gospodarce, a perspektywa poprawy koniunktury oddala się w czasie. Czynnikiem niekorzystnie wpływającym na aktywność gospodarczą w strefie euro – zdaniem tych członków Rady – pozostaje trwający proces ograniczenia zadłużenia w sektorze prywatnym i zacieśnienie polityki fiskalnej. Przekłada się to w szczególności na dalsze pogarszanie sytuacji na rynku pracy w wielu krajach, co w połączeniu z wciąż nie w pełni rozwiązanymi problemami kapitałowymi części sektora bankowego strefy euro, ogranicza wzrost tej gospodarki.

Równocześnie zwracano uwagę na przyspieszenie wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w I kw. 2013 r. Ważnym czynnikiem wspierającym aktywność w gospodarce amerykańskiej jest ożywienie konsumpcji, następujące w warunkach stopniowo obniżającego się bezrobocia. Część członków Rady wskazywała, że w opinii uczestników rynku poprawiająca się sytuacja na rynku pracy oraz kontynuacja ożywienia gospodarczego może skłonić amerykański bank centralny do ograniczenia skali zakupu aktywów w horyzoncie kilku najbliższych kwartałów. Pojawiające się w ostatnim okresie sygnały możliwego zmniejszenia skali ekspansywności polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej wpłynęły silnie na nastroje na światowych rynkach finansowych. W związku z tym, nastąpił pewien odpływ kapitału portfelowego z rynków wschodzących, w tym z Polski, co znalazło odzwierciedlenie w osłabieniu kursu złotego i wzroście rentowności polskich obligacji skarbowych.

Omawiając kształtowanie się krajowej aktywności gospodarczej na początku 2013 r. wskazywano na wyraźnie słabsze od oczekiwań tempo wzrostu PKB w I kw. Zwracano uwagę, że pomimo pewnego wyhamowania spadku inwestycji, popyt krajowy w dalszym ciągu obniżał się przy jednoczesnej stagnacji konsumpcji. Ponadto zmniejszenie wkładu eksportu netto do wzrostu PKB potwierdzało, że niska aktywność za granicą, a zwłaszcza recesja w strefie euro, wpływa negatywnie na polską gospodarkę. Podkreślano również, że miesięczne dane makroekonomiczne (stagnacja produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz dalszy spadek produkcji budowlano-montażowej w kwietniu) świadczą o utrzymywaniu się słabej koniunktury na początku II kw. br.

Część członków Rady oceniała, że także w kolejnych kwartałach można oczekiwać utrzymania się niskiej aktywności gospodarczej w Polsce, a ożywienie może nastąpić później niż dotychczas sądzono. Ich zdaniem, na aktywność gospodarczą wciąż będzie negatywnie oddziaływała pogarszająca się sytuacja na rynku pracy, niska dynamika akcji kredytowej oraz kontynuacja zacieśnienia fiskalnego (w tym spadek inwestycji publicznych). Dynamikę wzrostu gospodarczego będzie także – w opinii tych członków Rady – nadal ograniczać brak wyraźnego ożywienia w strefie euro.

Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że w kolejnych kwartałach można oczekiwać stopniowego ożywienia wzrostu gospodarczego. W tym kontekście wskazywali oni na pozytywne sygnały z danych o rachunkach narodowych, tj. zmniejszenie w I kw. 2013 r. skali spadku inwestycji oraz przyspieszenie dynamiki PKB, wartości dodanej oraz eksportu w ujęciu kwartalnym po odsezonowaniu. Ponadto, nadchodzące ożywienie gospodarcze może – ich zdaniem – sygnalizować widoczna na początku II kw. poprawa części wskaźników koniunktury, wyhamowanie spadku nowych zamówień w przemyśle oraz przyspieszenie wzrostu agregatów monetarnych.

Analizując kształtowanie się inflacji zwracano uwagę, że w kwietniu ponownie się ona obniżyła (do 0,8%), pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP. Część członków Rady podkreślała, że w ostatnich miesiącach inflacja obniżyła się silniej niż oczekiwano w marcowej projekcji, a część najnowszych prognoz krótkookresowych wskazuje na możliwość jej dalszego spadku w najbliższych miesiącach oraz utrzymania poniżej dolnej granicy odchyień od celu w horyzoncie roku. Odnosząc się do procesów inflacyjnych, wskazano także na pogłębienie się spadku cen produkcji sprzedanej (PPI) oraz utrzymujący się brak presji płacowej. Zdaniem większości członków Rady, biorąc pod uwagę brak presji kosztowo-płacowej oraz słabe perspektywy wzrostu gospodarczego, ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu w średnim okresie jest nadal większe niż ryzyko przekroczenia celu, mimo dotychczasowego złagodzenia polityki pieniężnej oraz pewnego osłabienia kursu złotego w ostatnim okresie. Niektórzy członkowie Rady podkreślali natomiast, że inflacja może w ciągu kilku kwartałów powrócić do celu, na co wskazują prognozy analityków finansowych, a także przyjęte przez Ministerstwo Finansów *Założenia do ustawy budżetowej na 2014 r.*

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy, niektórzy członkowie Rady wskazywali, że choć wzrost płac pozostaje niski, to najniższe wynagrodzenia – ze względu na dokonane i planowane podwyższenie płacy minimalnej – rosną szybciej niż średnia płaca. Przyczynia się to do wzrostu bezrobocia w grupie osób młodych i z niskimi kwalifikacjami. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że zbyt niska płaca minimalna zniechęca do podejmowania zatrudnienia, a jej obecna relacja do średniego wynagrodzenia nie wydaje się wysoka.

Analizując sytuację w sektorze bankowym niektórzy członkowie Rady wskazywali, że dotychczasowe złagodzenie polityki pieniężnej nie przyczyniło się jak dotąd do ożywienia akcji kredytowej, co – ich zdaniem – świadczy o ograniczonej możliwości pobudzenia aktywności gospodarczej poprzez dalsze obniżanie stóp procentowych. Jednocześnie członkowie ci zwracali uwagę, że obniżające się w ślad za obniżkami stóp NBP oprocentowanie depozytów terminowych zniechęca gospodarstwa domowe do utrzymywania środków w formie lokat, będących relatywnie stabilnym źródłem finansowania banków. Inni członkowie Rady podkreślali natomiast, że obniżki stóp procentowych NBP przełożyły się już istotnie na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach. Ponadto wskazywali oni, że mechanizm transmisji polityki pieniężnej cechują znaczne opóźnienia i dlatego nie należy spodziewać się natychmiastowego przełożenia obniżek stóp na akcję kredytową i wzrost gospodarczy. Z kolei w odniesieniu do zmniejszenia wielkości lokat terminowych, członkowie ci zwracali uwagę, że wycofywane środki przelewane są na rachunki oszczędnościowe i bieżące, a więc zmienia się jedynie struktura terminowa pasywów sektora bankowego.

Oceniając obecny poziom stóp procentowych część członków Rady podkreślała, że skala dokonanego dotychczas złagodzenia polityki pieniężnej jest znacząca, a stopy procentowe NBP znajdują się obecnie na niskim poziomie. Zdaniem niektórych członków Rady zbyt niskie stopy procentowe mogą prowadzić

do negatywnych zjawisk, takich jak: zmniejszenie bodźców do restrukturyzacji przedsiębiorstw, zmiana struktury działalności kredytowej sektora bankowego (zwiększenie roli kredytu hipotecznego przy ograniczeniu kredytowania firm), podejmowanie nierentownych w dłuższym okresie projektów inwestycyjnych oraz powstawanie bąbli na rynkach aktywów. Członkowie ci wskazywali także, że część z tych czynników może przełożyć się na obniżenie tempa wzrostu potencjalnego. Inni członkowie Rady argumentowali, że restrukturyzację przedsiębiorstw spowalniają w znacznie większym stopniu czynniki instytucjonalno-prawne, a przy obecnym nastawieniu banków do udzielania kredytów, ryzyko finansowania nierentownych przedsięwzięć nie jest na tyle duże, aby uzasadniać utrzymywanie stóp procentowych na zbyt wysokim – ich zdaniem – poziomie. Ponadto, w opinii tych członków Rady obniżanie się bieżącej oraz prognozowanej inflacji prowadzi do wzrostu realnych stóp procentowych powyżej poziomu adekwatnego do obecnych warunków makroekonomicznych. Jednocześnie w odniesieniu do ryzyka obniżenia się dynamiki produktu potencjalnego, niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że może być ono także związane z przedłużającym się spowolnieniem gospodarczym, które powodując wzrost bezrobocia, może wywrzeć trwały negatywny wpływ na kapitał ludzki i podwyższyć poziom bezrobocia równowagi.

Dyskutując na temat stóp procentowych NBP, większość członków Rady uznała, że powinny one zostać obniżone na bieżącym posiedzeniu. Członkowie ci różnili się jednak w ocenie skali obniżenia stóp procentowych NBP. Inni członkowie Rady oceniali natomiast, że stopy procentowe powinny być utrzymane na niezmiennym poziomie.

Omawiając decyzję dotyczącą stóp procentowych NBP, większość członków Rady wskazywała, że napływające dane potwierdziły silniejsze od oczekiwanego w marcu spowolnienie wzrostu w Polsce i jej otoczeniu, oraz głębszy od prognozowanego spadek inflacji. Biorąc to pod uwagę, a także uwzględniając niepewność dotyczącą skali i momentu ożywienia gospodarczego w strefie euro oraz ryzyko przedłużenia się okresu niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce należy zwiększyć skalę poluzowania polityki pieniężnej. Dalsze obniżenie stóp procentowych będzie sprzyjać ożywieniu polskiej gospodarki, a przez to powrotowi inflacji do celu w średnim okresie. Jednocześnie część z tych członków Rady oceniała, że skala obniżki stóp na czerwcowym posiedzeniu powinna być umiarkowana, aby ograniczyć jej negatywny wpływ na skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania w sektorze bankowym. W kontekście decyzji o skali obniżenia stóp, członkowie ci zwracali także uwagę na kwestię wysokości dysparytetu stóp procentowych między Polską a głównymi gospodarkami rozwiniętymi, która może mieć znaczenie dla przepływów kapitału portfelowego. Niektórzy członkowie Rady argumentowali natomiast, że ze względu na opóźnienia w mechanizmie transmisji, łagodzenie polityki pieniężnej powinno być bardziej zdecydowane i skala obniżenia stóp procentowych w czerwcu powinna być większa.

Inni członkowie Rady oceniali, że w kolejnych kwartałach należy oczekiwać stopniowego ożywienia aktywności gospodarczej oraz wzrostu inflacji w horyzoncie roku (częściowo ze względu na statystyczny efekt bazy), co uzasadnia utrzymanie stóp NBP na niezmiennym poziomie. Jednocześnie oczekiwania na zmniejszenie przez Rezerwę Federalną skali łagodzenia ilościowego mogą przełożyć się na ryzyko nasilenia odpływu kapitału z rynków wschodzących, co – zdaniem tych członków Rady – dodatkowo przemawia za utrzymaniem stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie.

Jednocześnie, zdaniem większości członków Rady – biorąc pod uwagę znaczącą skalę już dokonanego obniżenia stóp procentowych NBP – zbliża się moment zakończenia obecnego cyklu łagodzenia polityki

pieniężnej. Członkowie Rady wskazywali przy tym, że pełniejsza ocena średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji – umożliwiającą dyskusję o kierunku polityki pieniężnej w kolejnych miesiącach – będzie możliwa w lipcu, po zapoznaniu się Rady z wynikami nowej projekcji NBP oraz informacjami o ewentualnej nowelizacji ustawy budżetowej.

Na posiedzeniu złożono wnioski o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP o 0,50 pkt proc. Wniosek nie został przyjęty. Złożono również wnioski 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 2,75%, stopa lombardowa 4,25%, stopa depozytowa 1,25%, stopa redyskonta weksli 3,00%.

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 2-3 lipca 2013 r.

Rada postanowiła obniżyć 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.

Dostępne dane wskazują, że aktywność gospodarcza na świecie w I połowie 2013 r. pozostała niska. Jednocześnie wciąż widoczne jest silne zróżnicowanie stanu koniunktury w poszczególnych gospodarkach. Znacząco lepszej sytuacji w Stanach Zjednoczonych towarzyszy prawdopodobnie utrzymywanie się recesji w strefie euro i brak wyraźnego ożywienia wzrostu w części największych krajów rozwijających się, w tym w Chinach. Niska dynamika aktywności gospodarczej na świecie, a także wcześniejszy spadek cen surowców sprzyjają niskiej inflacji w wielu krajach.

Sygnały możliwego ograniczenia ekspansji monetarnej przez Rezerwę Federalną spowodowały pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych w ostatnim okresie. Przyczyniło się to do pewnego odpływu kapitału z rynków wschodzących i deprecjacji kursów ich walut, w tym kursu złotego.

W Polsce, dane o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej w kwietniu i maju wskazują na utrzymanie się niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w II kw. Sygnalizuje to także część wskaźników koniunktury, choć niektóre z nich w ostatnim okresie się poprawiły.

Kontynuacja niskiego wzrostu gospodarczego sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki wynagrodzeń. Jednocześnie w maju 2013 r. nastąpiło wyhamowanie spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw i nieznacznie obniżyła się stopa bezrobocia rejestrowanego (po wyeliminowaniu czynników sezonowych).

Przyrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego pozostał ograniczony. Zarówno dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, jak i dla przedsiębiorstw utrzymały się na niskim poziomie.

Inflacja CPI w maju br. ponownie się obniżyła i wyniosła 0,5% r/r, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Do obniżenia inflacji przyczynił się głównie dalszy spadek dynamiki cen energii, w tym cen paliw. Niski poziom inflacji bazowej, a także pogłębienie się spadku cen produkcji, potwierdzają utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce. Towarzyszy temu dalsze obniżenie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych i przedsiębiorstw.

Rada zapoznała się z przygotowaną przez Instytut Ekonomiczny projekcją inflacji i PKB, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje dotyczące stóp procentowych NBP.

Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 13 czerwca 2013 r. (tj. nie uwzględniającą lipcowej decyzji Rady) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,6-1,1% w 2013 r. (wobec 1,3-1,9% w projekcji z marca 2013 r.), 0,4-2,0% w 2014 r. (wobec 0,8-2,4%) oraz 0,7-2,4% 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 0,5-1,7% w 2013 r. (wobec 0,6-2,0% w projekcji marcowej), 1,2-3,5% w 2014 r. (wobec 1,4-3,7%) oraz 1,6-4,2% w 2015 r. (wobec 1,9-4,4%).

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, czemu towarzyszy brak presji płacowej i inflacyjnej. Lipcowa projekcja wskazuje jednak, że od II połowy bieżącego roku – wraz z oczekiwaną poprawą koniunktury na świecie – prognozowane jest stopniowe przyspieszenie dynamiki PKB, które będzie oddziaływało w kierunku wzrostu inflacji w kolejnych latach. Mimo to, utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Biorąc to pod uwagę Rada postanowiła ponownie obniżyć stopy procentowe NBP.

Rada uznaje, że dokonane od listopada 2012 r. znaczące obniżenie stóp procentowych NBP, sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Podjęta na dzisiejszym posiedzeniu decyzja o obniżeniu stóp procentowych NBP kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej.

Rada przyjęła *Raport o Inflacji – Lipiec 2013*.

Rozdział 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 NECMOD⁵⁸. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja lipcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od II kw. 2013 r. do IV kw. 2015 r. – punktem startowym projekcji jest I kw. 2013 r.

Projekcja została przygotowana z uwzględnieniem danych dostępnych do 13 czerwca 2013 r. (tj. nie uwzględnia decyzji RPP o obniżeniu stóp procentowych o 0,25 pkt proc. z dnia 3 lipca br.).

⁵⁸ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

4.1. Synteza

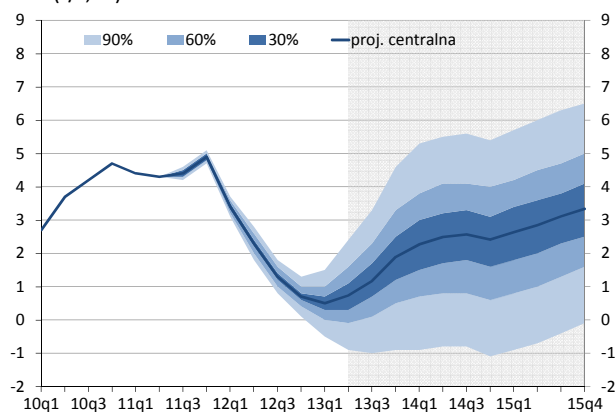
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, w I kw. 2013 r. dynamika PKB w Polsce obniżyła się do 0,5% z 2,0% w 2012 r., co oznacza realizację scenariusza spowolnienia zarysowanego w poprzedniej *Projekcji inflacji i PKB*. Spowolnienie to wynika w dużej mierze z niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych. Strefa euro od IV kw. 2011 r. ponownie znajduje się w fazie recesji, do czego przyczyniają się problemy zadłużeniowe i utrata konkurencyjności niektórych krajów strefy.

Spowolnieniu za granicą towarzyszy wygaśnięcie wpływu pozytywnych czynników podtrzymujących do I kw. ub.r. krajowy wzrost gospodarczy na względnie wysokim poziomie. W związku z kończącym się w 2015 r. rozliczeniem obecnej perspektywy finansowej UE, tempo wzrostu absorpcji funduszy z budżetu UE i powiązanych z nimi inwestycji publicznych uległo wyhamowaniu. Jednocześnie, ze względu na osłabienie handlu światowego, względnie korzystna dotąd sytuacja w gospodarce niemieckiej, będącej głównym odbiorcą polskiego eksportu, pogorszyła się. W krótkim horyzoncie projekcji oczekiwany jest negatywny wpływ zacieśnienia polityki fiskalnej na dynamikę wzrostu gospodarczego. Dynamika konsumpcji pozostanie w horyzoncie projekcji na historycznie niskim poziomie, do czego przyczyni się umiarkowany wzrost płac i spadające do I połowy 2015 r. zatrudnienie, obniżające dynamikę dochodów do dyspozycji oraz niemożność dalszego finansowania konsumpcji kosztem spadku stopy oszczędności.

W efekcie działania wyżej wymienionych czynników, tempo wzrostu gospodarczego w Polsce w 2013 r. obniży się do 1,1%. W dłuższym horyzoncie projekcji, w ślad za poprawiającą się sytuacją za granicą oraz napływem funduszy UE z nowo uzgodnionej strategii finansowej UE na lata

Wykres 4.1

PKB (r/r, %)



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

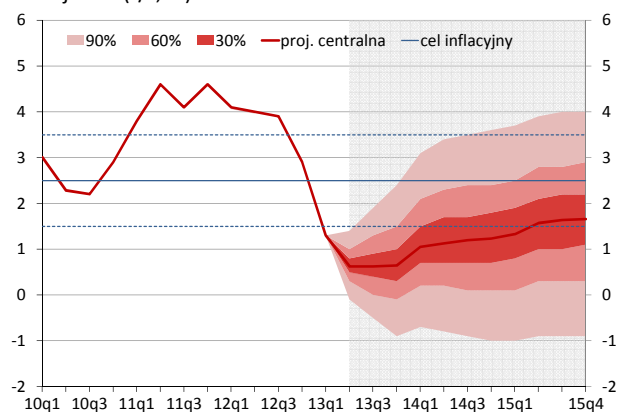
2014-2020, dynamika PKB przyspieszy i w 2015 r. przewyższy potencjalne tempo wzrostu. W konsekwencji nastąpi stopniowe zmniejszanie się luki popytowej, która w całym horyzoncie projekcji pozostanie jednak ujemna i wyniesie -1,6% potencjalnego PKB w IV kw. 2015 r.

Inflacja w 2013 r. istotnie obniży się w stosunku do 2012 r., a następnie będzie stopniowo rosnąć pozostając jednak w całym horyzoncie projekcji poniżej celu NBP (Wykres 4.2), a aż do I kw. 2015 r. poniżej dolnej granicy odchyień od celu. Spadek 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 – obniży tempo wzrostu płac i w konsekwencji przyczyni się do obniżenia się tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy. W średnim i dłuższym horyzoncie projekcji inflacja wzrośnie, pozostając jednak na relatywnie niskim poziomie. Do utrzymania umiarkowanej presji inflacyjnej przyczyni się niski wzrost gospodarczy w kraju, w efekcie którego PKB będzie kształtował się poniżej poziomu potencjalnego, a drugim istotnym czynnikiem będzie stabilność cen surowców rolnych i energetycznych na rynkach światowych, co będzie konsekwencją sytuacji w gospodarce światowej, a w szczególności niskiego tempa wzrost globalnego popytu.

Głównym źródłem niepewności dla prognozy inflacji i PKB jest rozwój sytuacji w strefie euro i powiązane z tym kształtowanie się kursu złotego oraz przyszła skala zmian w polityce fiskalnej. Ocenia się, że ze względu na możliwość przedłużenia się spowolnienia w strefie euro oraz większej, niż założono w scenariuszu centralnym projekcji, skali zacieśnienia fiskalnego, bilans czynników ryzyka jest w horyzoncie projekcji negatywny dla wzrostu PKB. Wyższe niż 50% prawdopodobieństwo niższej dynamiki PKB, w stosunku do założeń przyjętych w scenariuszu

Wykres 4.2

Inflacja CPI (r/r, %)



centralnym, jest odzwierciedlone w wykresie wachlarzowym dla tej zmiennej (Wykres 4.1). Dla inflacji ryzyko jej wzrostu powyżej i poniżej ścieżki centralnej jest zbliżone (Wykres 4.2). W przypadku niższego od oczekiwań wzrostu PKB i pogorszenia sytuacji na rynku pracy, obniży się także inflacja CPI. Gdyby jednak dostosowania fiskalne miały objąć wzrost efektywnych stawek podatkowych, to mogłoby to stać się przyczyną wzrostu inflacji. W tym samym kierunku może oddziaływać wyższy od oczekiwań wzrost cen surowców na rynkach światowych.

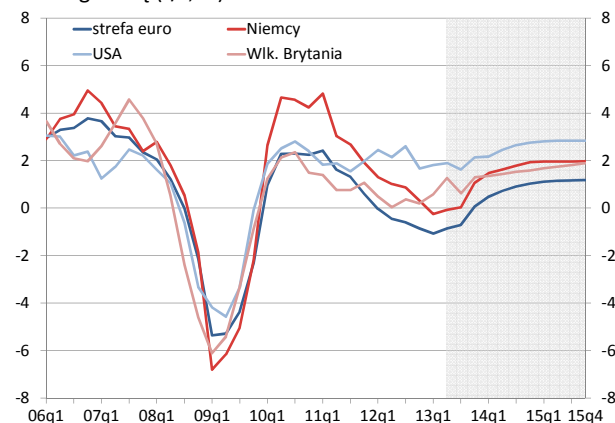
4.2. Otoczenie zewnętrzne

W bieżącej rundzie progностycznej założenia dotyczące wzrostu gospodarczego za granicą⁵⁹ zrewidowane zostały w dół w krótkim i średnim horyzoncie projekcji (m.in. ze względu na słabsze od oczekiwań szacunki PKB za I kw. br. oraz dalsze pogarszanie się sytuacji na rynku pracy w strefie euro) i kształtują się na niskim poziomie w całym horyzoncie projekcji (średnio 0,8% r/r).

Wzrost gospodarczy w strefie euro nadal hamowany jest przez efekty zacieśnienia fiskalnego a także utrzymujące się pesymistyczne oczekiwania gospodarstw domowych związane m.in. z niekorzystną sytuacją na rynku pracy oraz procesem delewarowania sektora prywatnego (dokonywana spłat netto zaciągniętych wcześniej kredytów). W kierunku niskiego wzrostu oddziałuje również niekorzystna sytuacja części sektora bankowego oraz problemy w dostępie do kredytu przez przedsiębiorstwa w krajach peryferyjnych strefy (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*). Dodatkowo, w gospodarce niemieckiej, będącej głównym partnerem handlowym Polski, szczególnie mocno odczuwalne jest osłabienie handlu światowego. Ze względu na powyższe przesłanki, bieżąca projekcja zakłada, że strefa euro pozostanie w

Wykres 4.3

PKB za granicą (r/r, %)



⁵⁹ W modelu NECMOD sektor zagraniczny reprezentują cztery gospodarki (odpowiednio z wagami): Niemcy (43%), strefa euro bez Niemiec (43%), Wielka Brytania (8%), Stany Zjednoczone (6%).

2013 r. w recesji, a pozytywny, choć nadal niski wzrost gospodarczy oczekiwany jest dopiero w 2014 r. wraz z wygasaniem negatywnego wpływu zacieśnienia fiskalnego oraz stopniowym ożywieniem w gospodarkach wschodzących (Wykres 4.3).

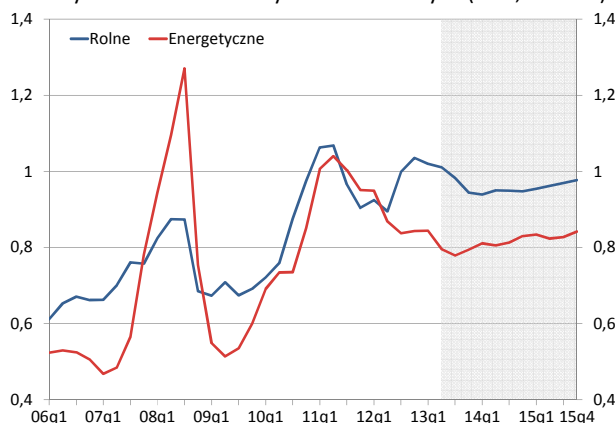
Korzystniej niż w przypadku strefy euro kształtują się perspektywy gospodarki amerykańskiej, na co wskazuje obniżająca się stopa bezrobocia, dodatnia dynamika produkcji przemysłowej oraz poprawiająca się sytuacja na rynku nieruchomości (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*). Jednak również w przypadku tej gospodarki prognozy wzrostu gospodarczego zostały nieco obniżone w porównaniu z poprzednią rundą progностyczną ze względu na gorsze od oczekiwań dane o PKB za 2012 r.

Indeks cen surowców energetycznych w horyzoncie projekcji stabilizuje się na poziomie niższym niż oczekiwano w poprzedniej rundzie progностycznej, co jest skutkiem rewizji w dół prognozowanego globalnego popytu (Wykres 4.4). Umiarkowane tempo wzrostu w gospodarce światowej i niska elastyczność dostosowań podaży węgla będą powodowały, że w horyzoncie projekcji jego cena będzie stopniowo rosnąć. Wzrost cen tego surowca, przy stabilnych cenach gazu ziemnego, będzie w części kompensować spadek cen ropy naftowej wynikający ze wzrostu podaży spowodowanego rosnącym wydobyciem z łupków w Stanach Zjednoczonych.

W okresie od stycznia do kwietnia br. indeks cen surowców rolnych kształtował się powyżej oczekiwań z poprzedniej rundy progностycznej⁶⁰, na co wpłynęły niekorzystne uwarunkowania podaży na rynku ziemniaków, kakao, kawy oraz produktów nabiałowych przy jednoczesnym wzroście popytu na niektóre z tych produktów (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowców*). W

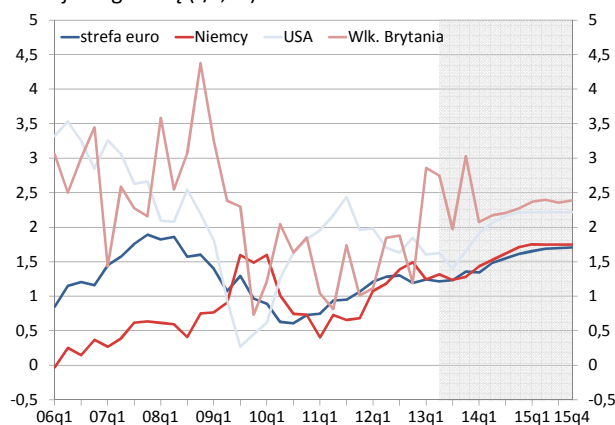
Wykres 4.4

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



Wykres 4.5

Inflacja za granicą (r/r, %)



⁶⁰ W bieżącej rundzie progностycznej zmieniono konstrukcję indeksu cen surowców rolnych. Wcześniej oparty był on o dane i prognozy MFW. Obecna metodologia jest spójna z metodologią dla indeksu cen surowców energetycznych. Jest on średnią ważoną cen wybranych surowców na rynku europejskim, z wagami odzwierciedlającymi strukturę krajowego spożycia. Prognoza sporządzona została w oparciu o kwotowania kontraktów terminowych.

horyzoncie prognozy, z uwagi na umiarkowaną presję popytową na świecie oraz założenie, że warunki agrometeorologiczne będą zbliżone do wieloletniej średniej, prognozowany jest spadek cen surowców rolnych a następnie ich stabilizacja (Wykres 4.4).

Umiarkowane tylko ożywienie koniunktury za granicą oraz względnie stabilne ceny surowców w horyzoncie projekcji powinny przyczynić się do utrzymania niskiej inflacji w strefie euro i USA (Wykres 4.5). Scenariusz prognostyczny 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 ze stabilizacją sytuacji w strefie euro na nieznaczne jego umocnienie.

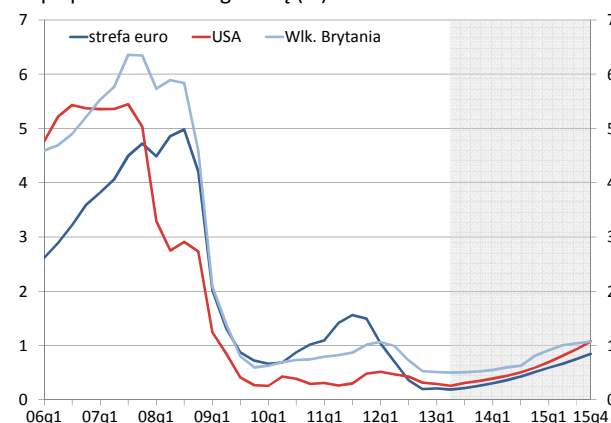
4.3. Gospodarka polska w latach 2013-2015

Popyt zagregowany

Wstępny szacunek GUS PKB w I kwartale 2013 r. wskazuje, że Polska znajduje się w fazie wyraźnego spowolnienia gospodarczego. Piąty raz z rzędu odnotowano spadek dynamiki PKB, która obniżyła się do 0,5% r/r. Zgodnie ze scenariuszem centralnym bieżącej projekcji, w kolejnych kwartałach oczekiwana jest jedynie umiarkowana poprawa koniunktury. W

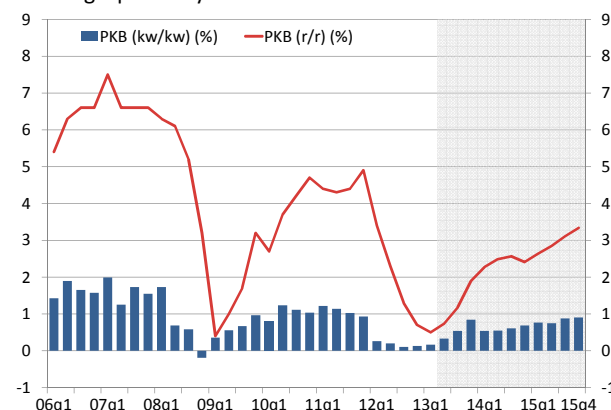
Wykres 4.6

Stopa procentowa za granicą (%)



Wykres 4.7

Wzrost gospodarczy



konsekwencji tempo wzrostu gospodarczego w 2013 r. wyniesie 1,1%, a więc będzie najniższe od 1991 r. (Wykres 4.7). W latach 2014-2015 dynamika PKB stopniowo przyspieszy, jakkolwiek do końca 2014 r. pozostanie poniżej tempa potencjalnego.

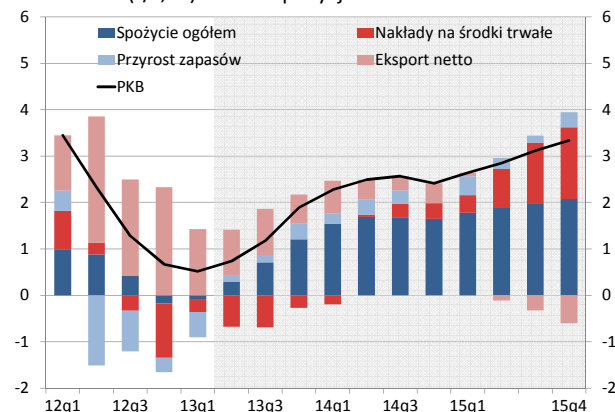
Głównymi czynnikami odpowiadającymi za osłabienie tempa wzrostu w bieżącym roku są: niekorzystna koniunktura za granicą, w tym zwłaszcza w strefie euro, ograniczenie wydatków konsumpcyjnych przez gospodarstwa domowe spowodowane trudną sytuacją na rynku pracy i stopniowym odbudowywaniem ich oszczędności,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

W latach 2014-2015, przy umiarkowanej poprawie koniunktury za granicą, dynamika popytu krajowego przyspieszy, choć pozostanie niższa niż w trakcie poprzedniego ożywienia w latach 2010-2011. Wspierać ją będzie stopniowy wzrost konsumpcji prywatnej i inwestycji przedsiębiorstw, zakończenie procesu zacieśniania polityki fiskalnej oraz odbudowa stanu zapasów. W 2015 r. dodatkowym czynnikiem, wspierającym przyspieszenie tempa wzrostu PKB do poziomu 3,0%, będzie napływ funduszy z nowej perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020.

Dynamika spożycia indywidualnego utrzyma się w tym roku na poziomie zbliżonym do odnotowanego w 2012 r., a więc istotnie niższym od średniej wieloletniej (Wykres 4.9), do czego przyczyni się niskie tempo wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Na dochody gospodarstw domowych będzie oddziaływać niekorzystnie pogarszająca się sytuacja na rynku

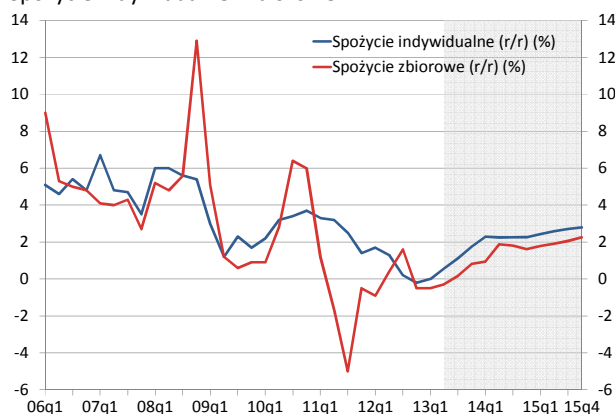
Wykres 4.8

Wzrost PKB (r/r, %) - dekompozycja



Wykres 4.9

Spożycie indywidualne i zbiorowe



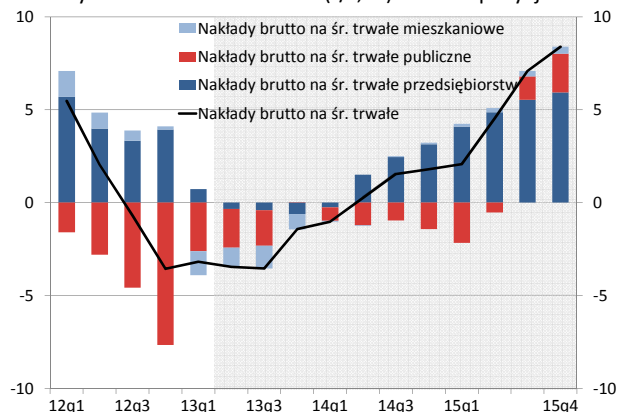
pracy, odzwierciedlona w obniżającej się dynamice płac i spadającym zatrudnieniu. Ponadto stopa referencyjna NBP, po serii obniżek rozpoczętych pod koniec 2012 r., kształtuje się obecnie na historycznie niskim poziomie, co pośrednio przyczyni się do spadku dochodów gospodarstw domowych z lokat bankowych i obligacji. W związku z działaniami konsolidacyjnymi SFP (obejmującymi m.in. zamrożenie płac w sferze budżetowej w latach 2012-2013 oraz skutki obowiązujących reguł fiskalnych) oczekuje się tym roku utrzymania się bliskiej zera dynamiki spożycia zbiorowego.

W latach 2014-2015 pozytywnie na spożycie indywidualne wpłynie stopniowy wzrost dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Na dochody gospodarstw domowych zaczną oddziaływać z pewnym opóźnieniem poprawa krajowej koniunktury gospodarczej, która z początku powstrzyma, a następnie odwróci negatywne tendencje na rynku pracy, przyczyniając się do wzrostu dynamiki płac oraz spadku stopy bezrobocia w dłuższym horyzoncie projekcji. Wraz z poprawą koniunktury wzrośnie także dynamika dochodów z pracy na własny rachunek. W długim horyzoncie projekcji wzrośnie także dynamika spożycia zbiorowego (jakkolwiek pozostanie ona na historycznie niskim poziomie), co wynikać będzie z przyjętego założenia o podwyżkach zamrożonych wcześniej płac w sferze budżetowej; między innymi w szkolnictwie wyższym.

W 2013 r. obniżą się trzy główne składowe nakładów brutto na środki trwałe: inwestycje przedsiębiorstw, publiczne oraz inwestycje mieszkaniowe (Wykres 4.10). Od II poł. 2014 r., w ślad za poprawiającą się koniunkturą gospodarczą, zaczną stopniowo rosnać inwestycje przedsiębiorstw oraz inwestycje mieszkaniowe. Pod koniec horyzontu projekcji wzrost odnotują także inwestycje publiczne finansowane środkami z funduszy strukturalnych UE z nowej perspektywy 2014-2020.

Wykres 4.10

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

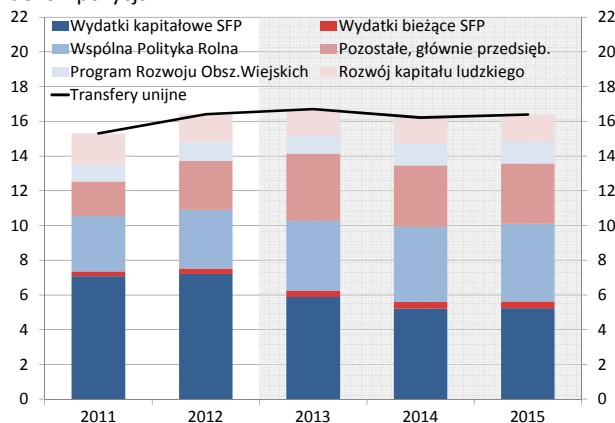


W 2013 r. utrzymująca się niekorzystna sytuacja w strefie euro oraz spowolnienie w gospodarce krajowej przyczynią się do spadku nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Za realizacją takiego scenariusza przemawia: pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw, zaostrenie kryteriów udzielania kredytów przez banki oraz obserwowane ograniczanie nowo rozpoczynanych inwestycji, w tym zwłaszcza obniżenie wydatków przeznaczonych na modernizację istniejącego już majątku trwałego i na inwestycje odtworzeniowe⁶¹. W latach 2014-2015, wraz z ożywieniem gospodarczym za granicą i rosnącą dynamiką popytu krajowego oraz utrzymującym się na wysokim poziomie wykorzystaniem transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego, nakłady inwestycyjne przedsiębiorstw zaczną ponownie rosnąć. Wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie wspierany przez rosnące inwestycje odtworzeniowe, podejmowane ze względu na konieczność amortyzacji kapitału. Drugim ważnym czynnikiem będzie obecny relatywnie wysoki, zbliżony do średniej wieloletniej, poziom wykorzystania mocy produkcyjnych⁶².

W latach 2013-2014 nastąpi istotny 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 ze względu na niską dynamikę wydatków inwestycyjnych samorządów w nadchodzących latach, związaną z działaniem samorządowych reguł fiskalnych (Wykres 4.11). Pod koniec horyzontu projekcji oczekuje się dodatniej dynamiki inwestycji publicznych, będącej rezultatem nowo uzgodnionej strategii

Wykres 4.11

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



⁶¹ Por. *Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w IV kw. 2012 r.*, NBP.

⁶² Por. *Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w I kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na II kw. 2013 roku*, NBP.

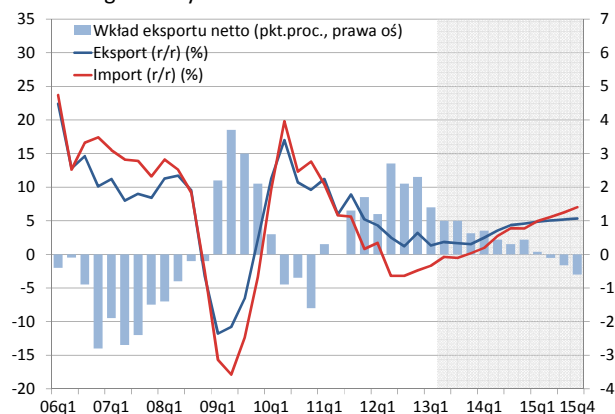
finansowej UE na lata 2014-2020 i wynikającego z niej zwiększenia napływu funduszy unijnych do Polski.

Zgodnie ze scenariuszem projekcyjnym, do pierwszego półrocza 2014 r. obniżają się nakłady na inwestycje mieszkaniowe, co spowodowane jest spadającym popytem ze strony gospodarstw domowych. Wynika to zarówno z oczekiwanego utrzymania się w najbliższych kwartałach niekorzystnej koniunktury w kraju i za granicą, co zmniejsza skłonność gospodarstw domowych do zaciągania długoterminowych zobowiązań finansowych, oraz z zaostrzenia przez banki w ostatnim okresie kryteriów udzielania kredytów hipotecznych⁶³. W konsekwencji ograniczane jest finansowanie inwestycji mieszkaniowych kredytem bankowym (dane z sektora bankowego wskazują na najniższą od trzech lat wartość nowo podpisanych umów kredytowych oraz najniższy od siedmiu lat wzrost należności z tytułu kredytów mieszkaniowych⁶⁴). Reakcją na spadek popytu jest obniżająca się liczba nowo rozpoczętych inwestycji deweloperskich oraz wydawanych pozwoleń na budowę pomimo wciąż relatywnie wysokiej stopy zwrotu z projektów deweloperskich⁶⁵ (choć ostatnim okresie ceny mieszkań i związane z nimi marże zysku uległy obniżeniu).

Ze względu na spadek PKB za granicą oraz stagnację popytu krajowego, w 2013 r. dynamika wolumenu handlu zagranicznego będzie kształtowała się – podobnie jak w 2012 r. – na bardzo niskim, bliskim zera, poziomie (Wykres 4.12). Wkład eksportu netto do wzrostu pozostanie dodatni, co wynika z większej wrażliwości importu niż eksportu na zmiany koniunktury w kraju i za granicą oraz z relatywnie dobrej sytuacji Niemiec, głównego partnera handlowego Polski. W dłuższym horyzoncie projekcji, wraz z poprawą sytuacji za granicą

Wykres 4.12

Handel zagraniczny



⁶³ Por. *Sytuacja na rynku kredytowym, wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2013*, NBP.

⁶⁴ Por. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2012 r.*, NBP.

⁶⁵ Tamże.

i wzrostem popytu krajowego, nastąpi wzrost obrotów handlowych przy ponownie szybszym wzroście dynamiki importu niż eksportu, co będzie stopniowo zmniejszać wkład eksportu netto do wzrostu (do -0,6 pkt proc. w IV kw. 2015 r.).

Równowaga makroekonomiczna

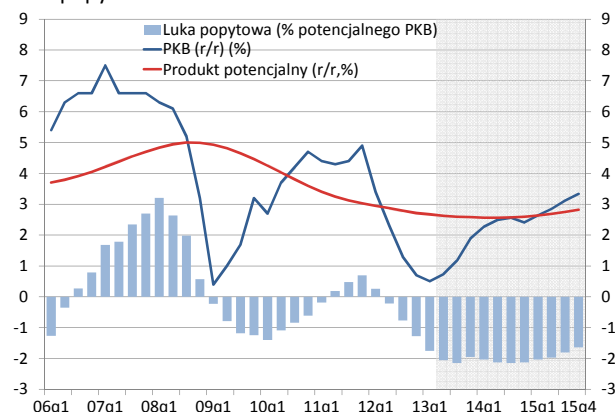
Dynamika potencjalnego PKB, która obniżyła się po okresie światowego kryzysu finansowego, w horyzoncie projekcji pozostanie na poziomie niższym od wieloletniej średniej, zbliżonym do 2,6% r/r. Ze względu na spowolnienie gospodarcze (odzwierciedlone w wolniejszym niż potencjał wzroście PKB), ujemna od II kw. 2012 r. luka popytowa rozszerzy się do poziomu -2,2% potencjalnego PKB w III kw. 2014 r. Od IV kw. 2014 r. luka zacznie się stopniowo domykać, osiągając w IV kw. 2015 r. poziom -1,6% potencjalnego PKB (Wykres 4.13).

Na stabilną w horyzoncie projekcji dynamikę produktu potencjalnego wpłynie pozytywnie stopniowe zwiększanie tempa wzrostu wydajności czynników produkcji (TFP) do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego, przy jednoczesnym obniżeniu dynamiki kapitału produkcyjnego odzwierciedlającego spadek tempa wzrostu inwestycji publicznych oraz, w mniejszym stopniu, inwestycji przedsiębiorstw (Wykres 4.14).

Neutralnie na wzrost potencjału w krótkim horyzoncie projekcji wpłynie dynamika długookresowego poziomu podaży pracy, co wynika z równoważenia się korzystnych i niekorzystnych zmian strukturalnych na rynku pracy w tym okresie. W dłuższym horyzoncie projekcji wpływ negatywnych zmian strukturalnych na rynku pracy będzie stopniowo rosnąć i wartość równowagowej podaży pracy będzie obniżać tempo wzrostu produktu potencjalnego.

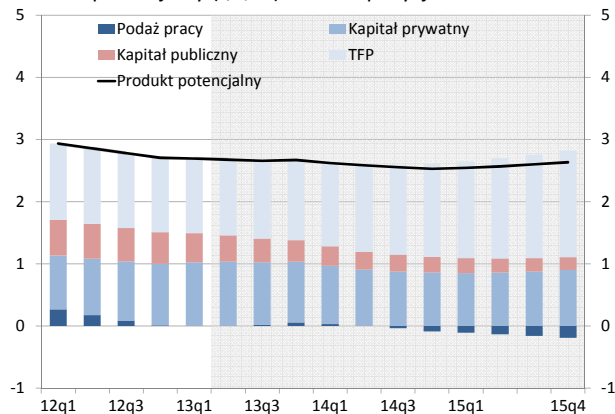
Wykres 4.13

Luka popytowa



Wykres 4.14

Produkt potencjalny (r/r, %) - dekompozycja



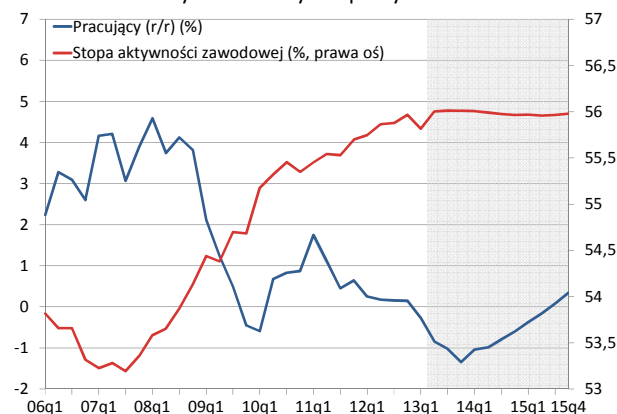
Niekorzystną zmianą strukturalną w całym horyzoncie projekcji jest w szczególności oczekiwany wzrost równowagowej stopy bezrobocia (NAWRU), co jest w dużym stopniu wynikiem występowania zjawiska histerezy bezrobocia. Jednym z przejawów tego zjawiska jest obserwowany do II połowy ub. r. stopniowy wzrost wśród osób bezrobotnych odsetka osób długotrwale 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 przeciętnej płacy. Wzrost bezrobocia równowagowego będzie jednak nieznaczny ze względu na wysoką elastyczność płac na krajowym rynku pracy, wynikającą z dostosowania przez przedsiębiorstwa zmiennych składników wynagrodzeń w reakcji na osłabienie koniunktury, oraz korzystną rolę elastycznych rodzajów umów o pracę⁶⁶.

Niekorzystnie na podaż pracy w całym horyzoncie projekcji wpłynie także oczekiwany spadek liczby ludności będący wynikiem emigracji, która dotyczyć będzie w przeważającej części osób aktywnych zawodowo. Negatywnie na stopę aktywności zawodowej, zwłaszcza w dłuższym horyzoncie, wpłynie także niekorzystna zmiana struktury wiekowej ludności w związku ze wzrostem udziału osób w wieku poprodukcyjnym.

Pozytywnie na współczynnik aktywności zawodowej wpłynąć będą natomiast zmiany prawne ograniczające możliwość uzyskania świadczeń emerytalnych przed osiągnięciem oficjalnego wieku emerytalnego (tzw. emerytury pomostowe wprowadzone w 2009 r.) oraz podwyższenie wieku emerytalnego (od początku 2013 r.). Łączny szacowany wpływ tych zmian to wzrost o ok. 170 tys. aktywnych zawodowo w horyzoncie projekcji.

Wykres 4.15

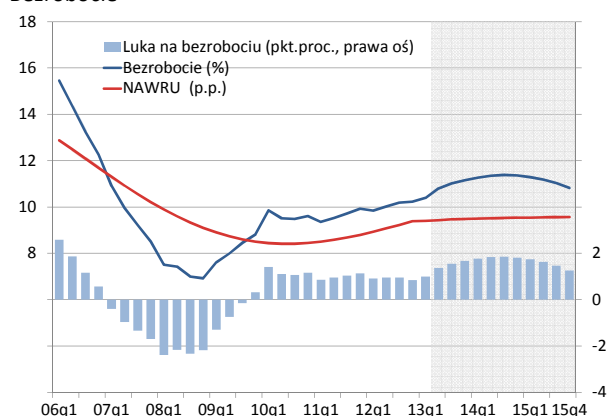
Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy



Uwaga (dotyczy także wykresów 4.16 i 4.17): Dane BAEL sprzed 2010 r. zostały skorygowane ekspercko, aby zapewnić spójność z opublikowanymi przez GUS danymi uwzględniającymi wyniki Narodowego Spisu Powszechnego 2011.

Wykres 4.16

Bezrobocie



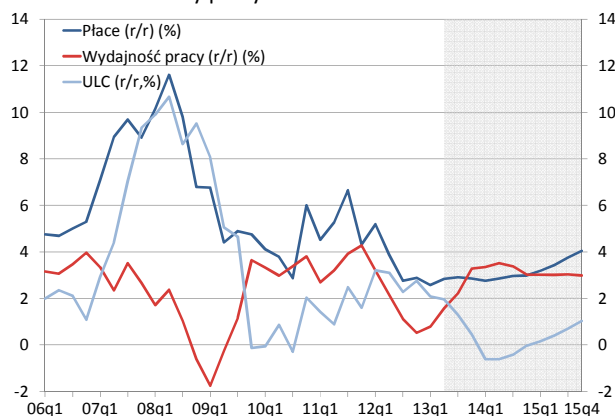
⁶⁶ Por. *Badanie ankietowe rynku pracy - raport 2012*, NBP.

Pogorszenie się koniunktury ma wpływ na sytuację na rynku pracy, przy czym ze względu na sztywności występujące na tym rynku spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego szybciej przełoży się na spadek dynamiki płac niż liczby pracujących (Wykres 4.15, Wykres 4.16, Wykres 4.17). W latach 2013-2014 oczekiwany jest spadek liczby pracujących, z najniższą dynamiką w IV kw. 2013 r., co oznacza opóźnienie o trzy kwartały względem zmian koniunktury gospodarczej mierzonej dynamiką PKB. W dłuższym horyzoncie projekcji, gdy tempo wzrostu przekroczy 3% r/r, liczba pracujących zacznie ponownie rosnąć. Obniżająca się w horyzoncie projekcji liczba osób aktywnych zawodowo, przyczyni się do łagodzenia skali wzrostu stopy bezrobocia w latach 2013-2014 i jej spadku w 2015 r. W konsekwencji luka na bezrobociu rozszerza się do 1,9 pkt proc. w 2014 r., a następnie nieznacznie się obniża. Utrzymująca się na względnie wysokim poziomie luka pomiędzy bezrobociem rzeczywistym i równowagowym przekłada się na niską presję płacową. Dlatego w całym horyzoncie projekcji dynamika realnych wynagrodzeń, pomimo pewnej poprawy w dłuższym horyzoncie projekcji, będzie istotnie niższa od tempa wzrostu wydajności pracy. W konsekwencji do końca 2015 r. kontynuowany będzie spadek udziału funduszu płac w PKB, a dynamika jednostkowych kosztów pracy będzie kształtować się na niskim, bliskim zera poziomie.

Utrzymujący się w horyzoncie projekcji deficyt dochodów na rachunku obrotów bieżących w dużym stopniu finansowany będzie napływem funduszy unijnych. Nierównowaga zewnętrzna, mierzona stosunkiem deficytu obrotów bieżących i kapitałowych do PKB w horyzoncie projekcji ulegnie poprawie w roku bieżącym i przyszłym (do 0,1%-0,2%). Poprawa ta wynika z rosnącego dodatniego salda transferów i salda handlowego (dodatni wkład eksportu netto w latach 2013-2014), przy nieznacznie pogarszającym się saldzie dochodów. W 2015 r. nastąpi pogorszenie się

Wykres 4.17

Jednostkowe koszty pracy



salda rachunku obrotów bieżących (do 0,9% PKB), z powodu zmniejszenia się dodatniego salda handlowego i dalszego pogłębienia się deficytu w saldzie dochodów.

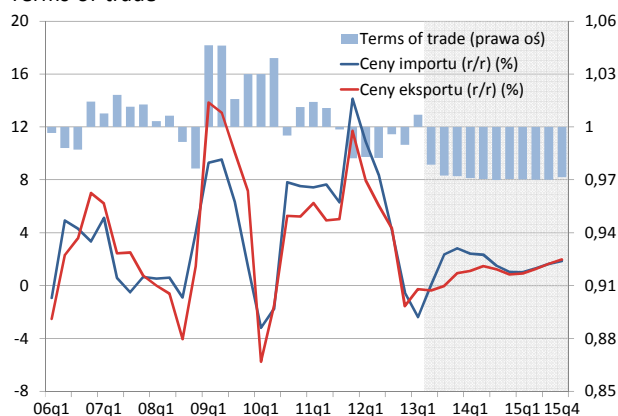
Kurs walutowy i inflacja

Po osłabieniu się kursu walutowego w II 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 się utrzymywał 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 i portfelowych do Polski. W kierunku osłabienia kursu złotego będzie oddziaływał 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 0,8% w roku 2014, by następnie wzrosnąć do 1,1% w 2015 r. wraz ze zmniejszającą się luką popytową (Wykres 4.19). Niski poziom inflacji bazowej w horyzoncie projekcji wynika w szczególności z niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy, co jest skutkiem zarówno malejącego zatrudnienia, jak i relatywnie niskiej dynamiki płac. Niskiej presji inflacyjnej sprzyja także stabilny nominalny efektywny kurs złotego oraz umiarkowana inflacja za granicą, a w konsekwencji – wolny wzrost cen importu (Wykres 4.18).

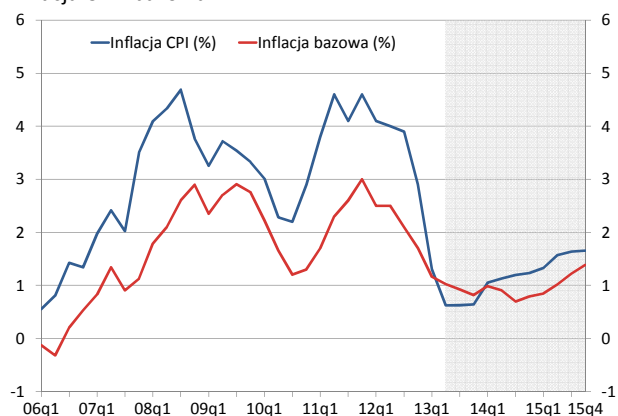
Wykres 4.18

Terms-of-trade



Wykres 4.19

Inflacja CPI i bazowa



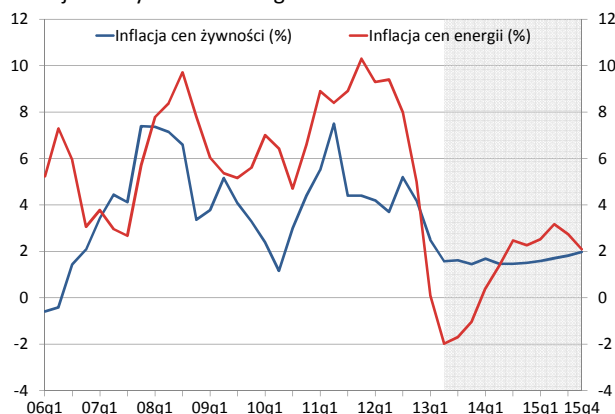
Ze względu na spodziewaną stabilizację w najbliższych kwartałach cen surowców rolnych na rynkach światowych ograniczającą wzrost cen żywności za granicą, także w Polsce inflacja cen żywności będzie kształtować się na niskim poziomie, zbliżonym do 1,5% r/r. W dłuższym horyzoncie projekcji tempo wzrostu krajowych cen żywności będzie stopniowo rosnąć, jednak nie przekroczy 2% r/r (Wykres 4.20). Oprócz obniżających się w krótkim horyzoncie projekcji, a stabilnych w dłuższym okresie, cen surowców rolnych na rynkach światowych na ograniczenie dynamiki cen żywności wpłynie także umiarkowane tempo krajowego wzrostu gospodarczego oraz stabilny kurs złotego.

Inflacja krajowych cen energii w krótkim horyzoncie projekcji szybko obniży się (z 7,9% w 2012 r. do -1,1% w 2013 r.), na co wpłynie 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. Na krajowe ceny energii wpłynie także wzrost kosztów sektora energetycznego związanych z zakupami uprawnień do emisji CO₂, jednak wpływ ten będzie umiarkowany i mniejszy niż wcześniej szacowano. Przyczyną tego jest spowolnienie w gospodarce Unii Europejskiej i w rezultacie obniżenie się prognozowanych cen zakupu uprawnień w ostatnim okresie⁶⁷. W dłuższym horyzoncie inflacja cen energii 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 (0,8% r/r).

Wykres 4.20

Inflacja cen żywności i energii



⁶⁷ Por. *Krótkookresowe skutki makroekonomiczne pakietu energetyczno-klimatycznego w gospodarce Polski*, NBP, 2012. Od momentu publikacji powyższego raportu cen uprawnień emisyjnych istotnie zmniejszyły się.

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. W 2014 r., pomimo obniżenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy, zmniejszających presję inflacyjną, inflacja CPI nieznacznie wzrosła (do 1,2%) z uwagi na wyraźnie wyższą, w stosunku do roku poprzedniego, inflację cen energii (Wykres 4.21). W 2015 r. poprawa koniunktury gospodarczej przełoży się na wzrost inflacji głównych komponentów CPI (inflacji bazowej, cen żywności i cen energii), jednakże dynamika cen konsumenta w całym horyzoncie projekcji utrzymywać się będzie poniżej celu NBP. 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 średniorocznej inflacji w przedziale 1,5%-3,5% stopniowo rośnie w horyzoncie projekcji, do 42% w IV kw. 2015 r. (Tabela 4.2).

4.4. Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W bieżącej rundzie progностycznej dynamika PKB obniżyła się w latach 2013-2015 średnio o 0,1 pkt proc. względem projekcji marcowej (Tabela 4.1), a zatem czynniki wpływające negatywnie i pozytywnie na projekcję w dużym stopniu bilansują się wzajemnie. Z jednej strony, negatywnie na wzrost PKB, zwłaszcza w krótkim i średnim horyzoncie projekcji, wpłynęło obniżenie prognoz wzrostu gospodarczego za granicą oraz silniejsze, niż założono w marcu, zacieśnienie fiskalne. Z drugiej strony, pozytywnie na krajową aktywność gospodarczą oddziaływać będzie spadek od ostatniej rundy progностycznej

Wykres 4.21

Inflacja CPI (r/r, %) - dekompozycja

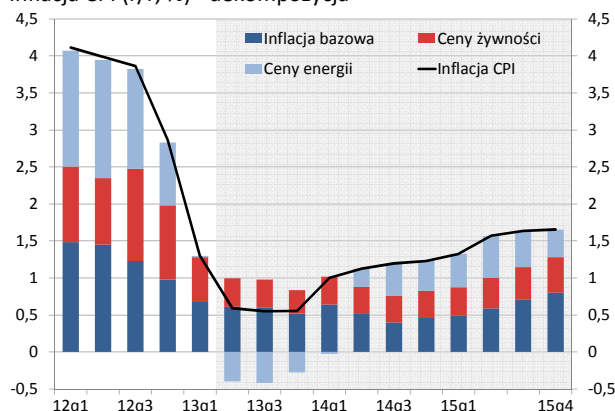


Tabela 4.1

Projekcja lipcowa na tle marcowej

	2013	2014	2015
PKB (r/r, %)			
VII 2013	1,1	2,4	3,0
III 2013	1,3	2,6	3,1
Inflacja CPI (r/r, %)			
VII 2013	0,8	1,2	1,5
III 2013	1,6	1,6	1,5

stóp procentowych NBP o 100 punktów bazowych (projekcja przygotowywana jest przy założeniu stałej stopy referencyjnej NBP).

Słabsza koniunktura gospodarcza, której efektem jest zwiększenie się ujemnej luki popytowej oraz wolniejszy wzrost płac, przełoży się na obniżenie presji inflacyjnej w krótkim i średnim horyzoncie projekcji. Spadek inflacji w 2013 r. pogłębi zmiany regulacyjne, powodujące obniżenie się cen energii, poprawa sytuacji podaźowej na rynku żywności w kraju oraz niższe od oczekiwań kształtowanie się cen ropy naftowej. W dłuższym horyzoncie pozytywny wpływ czynników zmniejszających inflację CPI wygasa i dynamika cen konsumenta powraca do ścieżki z projekcji marcowej.

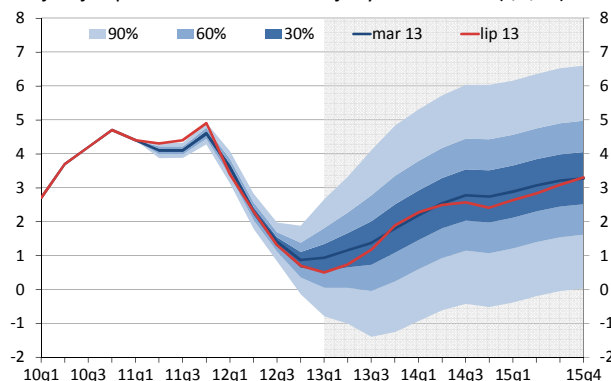
PKB

Na rewizję dynamiki PKB w bieżącym roku wpłynęło obniżenie prognozy wzrostu PKB za granicą o 0,3 pkt proc. oraz uwzględnienie nieco gorszego od oczekiwań szacunku GUS PKB za I kw. 2013 r. Ponadto oczekiwany jest wolniejszy wzrost spożycia zbiorowego, wynikający z ograniczenia wydatków bieżących jednostek sektora finansów publicznych, spowodowany obniżającymi się dochodami podatkowymi (Wykres 4.23). Z kolei, mocniejszy, niż zakładano w projekcji marcowej, efektywny realny kurs złotego negatywnie wpłynął na prognozę eksportu netto. Obniżenie prognozy dynamiki PKB w bieżącym roku hamowane było natomiast przez nieco lepsze od oczekiwań dane o spożyciu indywidualnym w I kw. 2013 r.

W dłuższym horyzoncie projekcji stopniowo zmniejsza się skala rewizji w dół prognozy wzrostu gospodarczego głównych partnerów handlowych Polski (dynamika PKB za granicą w 2014 r. zmniejszyła się o 0,2 pkt proc. i nie zmieniła się w 2015 r.). Jednocześnie pozytywnie na krajową dynamikę PKB w rosnącym stopniu oddziaływać będzie, w związku z opóźnieniami w

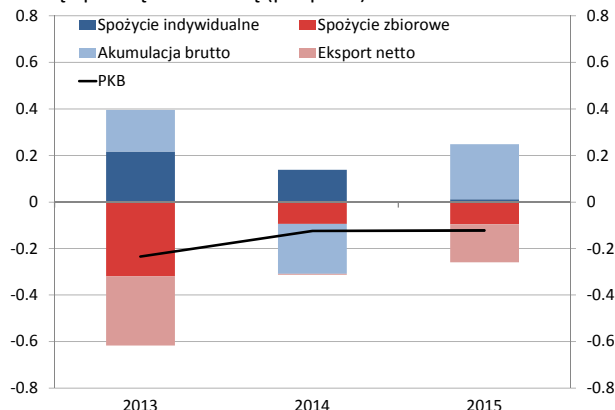
Wykres 4.22

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



Wykres 4.23

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



mechanizmie transmisji monetarnej, poluzowanie polityki pieniężnej odzwierciedlone w obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 100 pkt bazowych względem poprzedniej projekcji. Niższe stopy procentowe najsilniej stymulować będą popyt inwestycyjny oraz, w mniejszym stopniu – popyt konsumpcyjny, wpływając jednocześnie negatywnie na wkład eksportu netto. W latach 2014-2015 ujemnie na wzrost PKB wpływać będzie natomiast niższa dynamika spożycia zbiorowego, co wynikać będzie z dostosowania elastycznych wydatków sektora finansów publicznych w związku z wydłużeniem procedury nadmiernego deficytu.

Inflacja

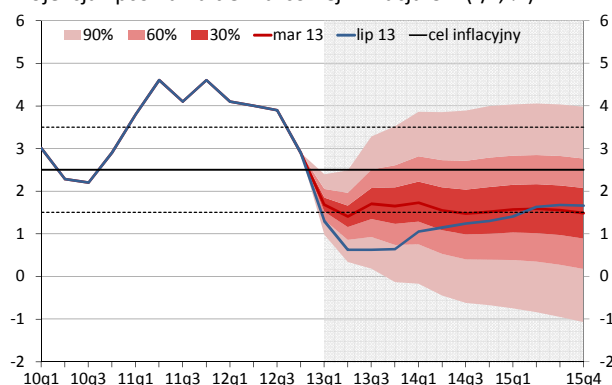
Obniżenie prognoz cen energii oraz żywności w bieżącej rundzie prognostycznej w głównej mierze determinuje rewizję prognozy inflacji CPI w dół w krótkim i średnim horyzoncie projekcji (Wykres 4.25).

Spadek inflacji cen energii w latach 2013-2014 związany jest z korzystną sytuacją na hurtowym rynku energii (TGE), co wpłynęło na obniżkę cen energii elektrycznej dla odbiorców indywidualnych od lipca 2013 r. Dynamikę cen energii zmniejszają ponadto niższe, niż zakładano w marcu, prognozy cen ropy naftowej oraz mocniejszy kurs złotego, obniżające krajowe ceny paliw, a także, oddziałujące z opóźnieniem na ceny opału oraz energii elektrycznej, prognozy ceny węgla kamiennego na świecie kształtujące się poniżej oczekiwań z poprzedniej rundy prognostycznej.

Obniżenie inflacji cen żywności w stosunku do projekcji marcowej jest natomiast wynikiem słabnącego popytu konsumpcyjnego (dynamika sprzedaży detalicznej żywności, napojów i wyrobów tytoniowych w ostatnich miesiącach, z wyjątkiem marca, jest ujemna) oraz mocniejszego, niż założono w poprzedniej rundzie prognostycznej, kursu walutowego. Dodatkowo w

Wykres 4.24

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



krótkim okresie na obniżenie prognozy cen żywności oddziaływać będzie korzystniejsza sytuacja podaży związana z dobrymi warunkami agrometeorologicznymi, w szczególności w odniesieniu do owoców i warzyw.

Obok wymienionych powyżej specyficznych czynników obniżających krajowe ceny energii i żywności, presję inflacyjną, zwłaszcza w krótkim i średnim horyzoncie projekcji, zmniejsza względem projekcji marcowej silniej ujemna luka popytowa oraz wolniejszy wzrost płac. W kierunku wyższej inflacji w 2014 r., i w mniejszym stopniu – w 2015 r. oddziałuje natomiast zmiana założeń o wysokości podatków pośrednich (w projekcji marcowej przyjęto założenie o powrocie podstawowej stawki VAT do 22% w 2014 r.).

4.5. Źródła niepewności projekcji

Ocenia się, że w horyzoncie projekcji bilans czynników ryzyka rozkłada się symetrycznie względem ścieżki centralnej projekcji dla inflacji (Tabela 4.2). Dla PKB, w średnim i dłuższym okresie, ryzyko ukształtowania się tej zmiennej poniżej ścieżki centralnej jest nieznacznie wyższe. Wynika to z możliwych dostosowań ze strony polityki fiskalnej mających na celu wypełnienie reguł fiskalnych oraz z niższego od założonego w scenariuszu centralnym wzrostu gospodarczego w strefie euro w kolejnych latach. Najważniejsze źródła niepewności projekcji przedstawiono poniżej.

Otoczenie zewnętrzne i kurs walutowy

Otoczenie zewnętrzne, a w szczególności długość trwania recesji w strefie euro oraz skala późniejszego ożywienia, nadal pozostaje najważniejszym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB. Bieżące dane ze strefy euro po raz kolejny wskazują na nieco gorsze od oczekiwanych perspektywy wzrostu gospodarczego i odsunięcie w czasie

Wykres 4.25

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

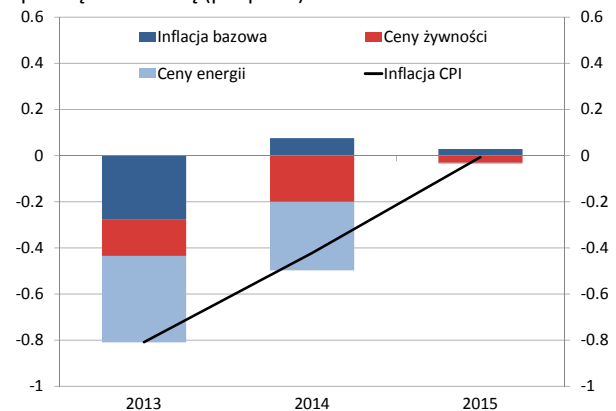


Tabela 4.2

Prawdopodobieństwo że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,50%	poniżej 3,50%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
13q2	0,97	1,00	1,00	0,48	0,03
13q3	0,87	0,99	1,00	0,47	0,13
13q4	0,78	0,96	1,00	0,47	0,21
14q1	0,61	0,87	0,97	0,46	0,36
14q2	0,58	0,83	0,96	0,46	0,38
14q3	0,56	0,81	0,94	0,47	0,38
14q4	0,56	0,80	0,94	0,48	0,38
15q1	0,55	0,80	0,94	0,50	0,39
15q2	0,49	0,75	0,91	0,51	0,42
15q3	0,48	0,74	0,91	0,52	0,42
15q4	0,48	0,73	0,90	0,52	0,42

spodziewanego ożywienia. Pomimo poprawy nastrojów na światowych rynkach finansowych oraz sytuacji płynnościowej banków, będącej rezultatem ogłoszonego przez EBC programu OMT, utrzymuje się niekorzystna sytuacja części sektora bankowego w strefie euro, czego skutkiem są ograniczenia w dostępie sektora prywatnego do kredytu bankowego. Czynnikiem łagodzącym – z punktu widzenia krajowego wzrostu gospodarczego – niekorzystne następstwa możliwego pogłębienia recesji w strefie euro może być osłabienie złotego, co miało miejsce podczas światowego kryzysu finansowego na przełomie 2008 i 2009 r. Jednocześnie słabszy kurs krajowej waluty ograniczałby, wynikający z pogłębienia negatywnego szoku popytowego, spadek inflacji. Trudna do przewidzenia pozostaje również reakcja banków centralnych na niepewność co do kształtowania się sytuacji gospodarczej w krajach rozwiniętych, w szczególności trudno ocenić skutki ograniczania programu ilościowego luzowania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych.

Polityka fiskalna i regulacyjna

Polityka fiskalna i regulacyjna może być istotnym czynnikiem niepewności dla przyszłej inflacji i PKB, zwłaszcza w długim horyzoncie projekcji. Celem prowadzonych w latach 2011-2012 działań zwiększających wpływy i ograniczających wydatki sektora finansów publicznych, była z jednej strony redukcja deficytu w 2012 r. do poziomu dopuszczalnego przez unijne reguły fiskalne, co umożliwiłoby zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu, z drugiej natomiast, utrzymanie zadłużenia finansów publicznych poniżej II progu ostrożnościowego zapisanego w *Ustawie o finansach publicznych*. Ze względu na oczekiwane spowolnienie gospodarcze, utrzymanie deficytu finansów publicznych w kolejnych latach na poziomie zapewniającym spełnienie krajowych i europejskich reguł

fiskalnych, może wymagać podjęcia dodatkowych działań dostosowawczych w horyzoncie projekcji. Istotnym źródłem niepewności jest także stopień absorpcji funduszy unijnych w najbliższych latach oraz tempo wykorzystania środków w ramach perspektywy finansowej UE na lata 2014-2020. Niepewność wokół prognozowanej ścieżki inflacji i PKB zwiększają również planowane zmiany systemu emerytalnego ze względu na brak wiążących decyzji dotyczących ich kształtu w chwili zamknięcia projekcji lipcowej.

Popyt wewnętrzny

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest reakcja gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw na rozwój sytuacji za granicą i zacieśnienie fiskalne. Odzwierciedlone w mniejszym deficycie SFP skutki zacieśnienia fiskalnego prawdopodobnie wpłyną pozytywnie na ocenę wiarygodności kredytowej Polski, choć jednocześnie ocena ta jest w dużej mierze determinowana przez krótkookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego, osłabianego przez konsolidację fiskalną. Ponadto korzystny rozwój sytuacji w kraju i za granicą może przyczynić się do poprawy postrzegania Polski w oczach inwestorów zagranicznych i przełożyć się na większy napływ kapitału, w tym inwestycji bezpośrednich. Z drugiej 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.

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 wprowadzanego 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 możliwego 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 (pakiet ustaw energetycznych Ministerstwa Gospodarki) oraz przyszła polityka taryfowa URE. Sytuacja na światowym rynku surowców rolnych i energetycznych pozostaje pod wpływem niepewności dotyczącej perspektyw wzrostu gospodarczego największych gospodarek świata. Dodatkowy wpływ na ceny surowców rolnych i energetycznych wywierać będą warunki podażowe, w tym w przypadku surowców rolnych warunki agrometeorologiczne, natomiast ceny surowców energetycznych, w szczególności ropy naftowej, będą zależeć od skali zakłóceń podaży w krajach nienależących do OPEC oraz reakcji krajów zrzeszonych w OPEC na zmiany produkcji ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych.

Tabela 4.3

Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB.

	2011	2012	2013	2014	2015
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	4,3	3,7	0,8	1,2	1,5
Ceny żywności (% r/r)	5,4	4,3	1,8	1,5	1,8
Ceny energii (% r/r)	9,1	7,9	-1,1	1,6	2,6
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,4	0,8	1,0	0,8	1,1
PKB (% r/r)	4,5	1,9	1,1	2,4	3,0
Popyt krajowy (% r/r)	3,6	-0,2	0,1	2,0	3,3
Spożycie indywidualne (% r/r)	2,6	0,8	0,9	2,3	2,6
Spożycie zbiorowe (% r/r)	-1,5	0,1	0,3	1,6	2,0
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	8,5	-0,8	-2,9	0,6	5,5
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	0,9	2,1	1,0	0,5	-0,2
Eksport (% r/r)	7,7	2,8	1,6	3,7	5,1
Import (% r/r)	5,5	-1,8	-0,6	2,8	5,9
Płace brutto (% r/r)	5,2	3,7	2,8	2,9	3,6
Liczba pracujących (% r/r)	1,0	0,2	-0,9	-0,9	0,0
Stopa bezrobocia (%)	9,6	10,1	10,8	11,3	11,1
NAWRU (%)	8,6	9,2	9,4	9,5	9,6
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,6	55,9	56,0	56,0	56,0
Wydajność pracy (% r/r)	3,6	1,8	2,1	3,3	3,0
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	1,6	2,8	1,4	-0,4	0,6
Produkt potencjalny (% r/r)	3,2	2,8	2,6	2,6	2,7
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	0,3	-0,5	-2,0	-2,1	-1,9
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)	1,00	0,96	0,99	0,95	0,97
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,00)	1,00	0,87	0,80	0,81	0,83
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,0	1,3	1,4	1,6	1,8
PKB za granicą (% r/r)	1,9	0,1	-0,2	1,2	1,5
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-2,9	-1,3	-0,1	-0,2	-0,9
WIBOR 3M (%)	4,54	4,91	3,17	2,96	2,96

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.

Rozdział 5

WYNIKI GŁOSOWAŃ RPP W OKRESIE LUTY – MAJ 2013 R.

- **Data:** 6 lutego 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 100 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie uzyskał większości głosów.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: A. Bratkowski
E. Chojna-Duch

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

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

- **Data:** 6 lutego 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
E. Chojna-Duch
A. Zielińska-Głębocka

Przeciw: M. Belka
A. Glapiński
J. Hausner
A. Kaźmierczak
A. Rzońca
J. Winiecki

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

• Data: 6 lutego 2013 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 2/2013 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

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

Przeciw: A. Rzońca

J. Winiecki

• Data: 6 marca 2013 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 3/2013 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 50 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: 6 marca 2013 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Wniosek o obniżenie wysokości stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych.

Decyzja RPP:

Wniosek nie był głosowany.

• Data: 9 kwietnia 2013 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 4/2013 w sprawie przyjęcia rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego sporządzonego na dzień 31 grudnia 2012 r.

Wyniki głosowania członków RPP:**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

Przeciw:**• Data: 8 maja 2013 r.****Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 5/2013 w sprawie przyjęcia sprawozdania z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2012.

Wyniki głosowania członków RPP:**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

• Data: 8 maja 2013 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 6/2013 w sprawie oceny działalności Zarządu Narodowego Banku Polskiego w zakresie realizacji założeń polityki pieniężnej na rok 2012.

Wyniki głosowania członków RPP:**Za:** M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:**• Data: 8 maja 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: 8 maja 2013 r.**Przedmiot wniosku lub uchwały:**

Uchwała nr 7/2013 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:** 21 maja 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 8/2013 w sprawie zatwierdzenia sprawozdania z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2012 r.

Wyniki głosowania członków RPP:**Za:** A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

Z. Gilowska

A. Glapiński

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

M. Belka był nieobecny na posiedzeniu.