

NBP

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Marzec 2014 r.

Raport o inflacji



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

Zakres czasowy analizy przedstawionej w *Raporcie* jest uwarunkowany dostępnością danych makroekonomicznych. Z kolei periodyzacja analizy (podział na podokresy) jest uwarunkowana kształtowaniem się poszczególnych zmiennych. W *Raporcie* zostały uwzględnione dane dostępne do 21 lutego 2014 r.

Spis treści

Synteza	5
1 Otoczenie polskiej gospodarki	9
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie	9
1.2 Procesy inflacyjne za granicą	12
Ramka 1. Wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego przez Bank Czech	13
1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe	16
Ramka 2. Zmiany w polityce pieniężnej banków centralnych krajów wschodzących po globalnym kryzysie finansowym	20
1.4 Światowe rynki surowców	23
2 Gospodarka krajowa	25
2.1 Procesy inflacyjne	25
2.2 Popyt i produkcja	28
Ramka 3. Sekwencja konsolidacji fiskalnych – wnioski z literatury	32
2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw	38
2.4 Rynek pracy	39
2.5 Rynki aktywów	42
2.6 Kredyt i pieniądz	45
2.7 Bilans płatniczy	49
Ramka 4. Stabilność zadłużenia zagranicznego	51
3 Polityka pieniężna w okresie listopad 2013 – marzec 2014 r.	55
4 Projekcja inflacji i PKB	67
4.1 Synteza	68
4.2 Otoczenie zewnętrzne	70
4.3 Gospodarka polska w latach 2014-2016	72
4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej	83
4.5 Źródła niepewności projekcji	86
5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2013 - styczeń 2014 r.	91

Synteza

W II połowie 2013 r. dynamika aktywności w gospodarce światowej nieco przyspieszyła. Przyspieszenie tempa wzrostu PKB dotyczyło przede wszystkim Stanów Zjednoczonych. Z kolei w strefie euro wzrost PKB w tym okresie pozostał jedynie nieznacznie dodatni. W największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB w III – i najprawdopodobniej także – w IV kw. 2013 r. utrzymała się na niskim jak na te kraje poziomie. Publikowane w ostatnich miesiącach wskaźniki koniunktury w gospodarce światowej wskazują na dalszą stopniową poprawę koniunktury, choć w styczniu 2014 r. wskaźniki te nieco się pogorszyły w Stanach Zjednoczonych i Chinach.

W IV kw. 2013 r. inflacja na świecie pozostała ograniczona, czemu sprzyjała wciąż niska presja popytowa i spadek dynamiki cen wielu produktów żywnościowych na rynkach światowych. W Stanach Zjednoczonych wzrost inflacji CPI pod koniec 2013 i na początku 2014 r. wynikał ze wzrostu dynamiki cen energii, podczas gdy inflacja bazowa pozostawała stabilna. Z kolei w strefie euro inflacja HICP obniżyła się, co związane było ze spadkiem dynamiki cen żywności i dalszym obniżaniem się inflacji bazowej. Jednocześnie, w krajach wschodzących inflacja pozostała niższa od wieloletniej średniej, choć w części z tych gospodarek deprecjacja waluty krajowej oddziaływała w kierunku wzrostu dynamiki cen.

Polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostała ekspansywna. Obok zmniejszenia skali zakupu aktywów (łącznie o 20 mld USD do poziomu 65 mld USD miesięcznie) Fed zadeklarował, że będzie utrzymywał krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%) znacznie dłużej niż do momentu, gdy stopa bezrobocia obniży się poniżej 6,5%. EBC w listopadzie 2013 r. obniżył stopy procentowe o 0,25 pkt proc. i podtrzymał zamiar pozostawienia ich przez dłuższy czas na bieżącym lub niższym poziomie. EBC potwierdził także gotowość do wprowadzenia programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Bank Anglii również kontynuował silnie akomodacyjną politykę pieniężną uznając, że stopy procentowe powinny pozostać na poziomie 0,50%.

Decyzje Fed o zmniejszeniu skali łagodzenia ilościowego przyczyniły się do pogorszenia się nastrojów w części krajów rozwijających się, gdzie skalę obniżenia cen aktywów dodatkowo zwiększały słabsze perspektywy gospodarcze niektórych z tych krajów. W celu zahamowania deprecjacji kursu walutowego niektóre banki centralne krajów rozwijających się w styczniu 2014 r. interweniowały na rynku walutowym lub podwyższyły stopy procentowe. Z kolei w krajach rozwiniętych ceny aktywów finansowych wzrosły.

W Polsce, roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w IV kw. 2013 r. utrzymała się na niskim poziomie (0,7% r/r w grudniu)¹. Niskiej inflacji sprzyjał brak presji popytowej oraz słaba presja kosztowa w gospodarce. Jednocześnie wszystkie analizowane miary inflacji bazowej obniżyły się. Oczekiwania analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy utrzymywały się nieznacznie poniżej celu inflacyjnego, kształtując się w lutym br. na poziomie 2,3%. Natomiast oczekiwania przedsiębiorców i gospodarstw domowych utrzymują się poniżej dolnej granicy pasma odchyłeń inflacji od celu.

¹ Według wstępnych danych GUS, w styczniu 2014 r. inflacja pozostała na poziomie 0,7% r/r. Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane w następstwie zmiany wag w koszyku CPI przeprowadzanej na początku każdego roku.

W II połowie 2013 r. wzrost gospodarczy w Polsce stopniowo przyspieszał. Roczne tempo wzrostu PKB wyniosło 1,9% w III kw. i 2,7% w IV kw. (wobec 0,8% r/r w II kw. ub. r.). Do przyspieszenia wzrostu PKB w II połowie 2013 r. przyczynił się – po raz pierwszy od I kw. 2012 r. – wzrost popytu krajowego. Był on związany z niewielkim ożywieniem popytu konsumpcyjnego oraz nieznacznym wzrostem inwestycji, czemu towarzyszyło zmniejszenie ujemnego wkładu zapasów do wzrostu PKB. Nadal głównym motorem wzrostu gospodarczego był eksport netto, choć jego wkład do wzrostu PKB był niższy niż w poprzednich kwartałach.

Stopniowe ożywienie koniunktury przyczyniło się do pewnej poprawy sytuacji na rynku pracy. Wskazuje na to wzrost liczby pracujących w gospodarce w IV kw. ub. r. oraz pewne obniżenie stopy bezrobocia. W IV kw. 2013 r. roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce nieco się obniżyła. Ze względu na równoczesne przyspieszenie wydajności pracy, dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce również spadła i pozostała poniżej wieloletniej średniej.

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych NBP, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 2,50%. W marcu 2014 Rada oceniła, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

W ostatnich miesiącach na skutek pogorszenia się sentymentu rynkowego względem krajów wschodzących ceny polskich akcji i obligacji obniżyły się. Jednak stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej oraz zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej ograniczały skalę obniżenia cen polskich aktywów i przyczyniały się do umocnienia złotego. Z kolei na rynku mieszkaniowym pojawiały się sygnały ożywienia.

Jednocześnie przyrost akcji kredytowej – pomimo przyspieszenia – pozostał relatywnie niski. W IV kw. 2013 r. nieznacznie wzrosła dynamika zadłużenia przedsiębiorstw. Obok pewnego złagodzenia kryteriów udzielania kredytów przez banki (w szczególności w segmencie MSP), przyczynił się do tego niewielki wzrost popytu na kredyt ze strony firm. Równocześnie dynamika zadłużenia gospodarstw domowych w IV kw. 2013 r. w dalszym ciągu się zwiększała, głównie dzięki kontynuacji ożywienia w segmencie kredytów konsumpcyjnych. W IV kw. 2013 r. utrzymało się relatywnie niskie tempo wzrostu pieniądza M3. Równocześnie spowolnił wzrost agregatu M1, co wynikało głównie ze zmiany struktury terminowej depozytów przedsiębiorstw.

W II połowie 2013 r. nastąpiła dalsza poprawa salda na rachunku obrotów bieżących, choć w ujęciu rocznym nieco mniejsza niż w I połowie roku. Zmniejszenie skali poprawy bilansu obrotów bieżących wynikało przede wszystkim z obniżenia się salda obrotów towarowych w warunkach ożywienia popytu krajowego. Konsekwencją dalszej – choć wolniejszej – poprawy salda na rachunku obrotów bieżących w II połowie 2013 r. była poprawa części wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski. W szczególności odnotowano dalszy spadek deficytu obrotów bieżących do PKB. Saldo na rachunku finansowym dalej zmniejszało się w ujęciu rocznym, co spowodowane było w głównej mierze ograniczeniem wielkości kapitału inwestowanego przez nierezydentów w polskie papiery wartościowe.

Raport ma następującą strukturę: w Rozdziale 1 przedstawiono analizę sytuacji gospodarczej w otoczeniu polskiej gospodarki w kontekście jej wpływu na procesy inflacyjne w Polsce. Procesy te oraz

wpływające na nie czynniki krajowe opisano w Rozdziale 2. Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej (ang. *minutes*) w okresie listopad 2013 - luty 2014 r. wraz z *Informacją po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. są umieszczone w Rozdziale 3. Opis dyskusji na marcowym posiedzeniu zostanie opublikowany 20 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*. Wyniki głosowań RPP w okresie październik 2013 r. - styczeń 2014 r. znajdują się w Rozdziale 5. Ponadto w Rozdziale 1 i 2 niniejszego *Raportu* zamieszczono cztery ramki: „Wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego przez Bank Czech”, „Zmiany w polityce pieniężnej banków centralnych krajów wschodzących po globalnym kryzysie finansowym”, „Sekwencja konsolidacji fiskalnych – wnioski z literatury” oraz „Stabilność zadłużenia zagranicznego”.

W Rozdziale 4 Raportu przedstawiono projekcję inflacji i PKB z modelu NECMOD, stanowiącą jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o wysokości stóp procentowych NBP. Zgodnie z marcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 14 lutego 2014 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,8-1,4% w 2014 r. (wobec 1,1-2,2% w projekcji z listopada 2013 r.), 1,0-2,6% w 2015 r. (wobec 1,1-2,6%) oraz 1,6-3,3% w 2016. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9-4,2% w 2014 r. (wobec 2,0-3,9% w projekcji z listopada 2013 r.), 2,7-4,8% w 2015 r. (wobec 2,1-4,5%) oraz 2,3-4,8% w 2016 r.

1 Otoczenie polskiej gospodarki

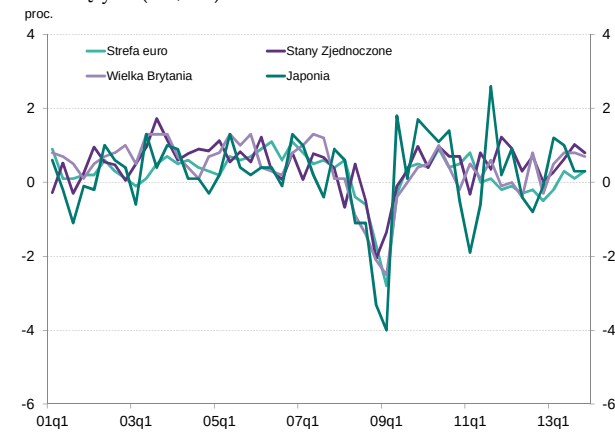
1.1 Aktywność gospodarcza na świecie

W II połowie 2013 r. dynamika aktywności w gospodarce światowej nieco przyspieszyła. Przyspieszenie tempa wzrostu PKB dotyczyło przede wszystkim Stanów Zjednoczonych (Wykres 1.1). Z kolei w strefie euro wzrost PKB w tym okresie pozostał na poziomie jedynie nieznacznie powyżej zera. W największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB w III i najprawdopodobniej w IV kw. 2013 r. utrzymała się na niskim jak na te kraje poziomie. Publikowane w ostatnich miesiącach wskaźniki koniunktury wskazują na dalszą stopniową poprawę koniunktury w gospodarce światowej (Wykres 1.2), pomimo pewnego pogorszenia nastrojów w Stanach Zjednoczonych i w Chinach.

Tempo wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych w III i IV kw. 2013 r. przyspieszyło do odpowiednio 1,0% kw/kw i 0,8 kw/kw (wobec 0,6% kw/kw w II kw. 2013 r.; Wykres 1.1)². Dynamikę PKB w IV kw. wspierał przede wszystkim wzrost konsumpcji. Wysoki wkład do wzrostu PKB miał również eksport netto, co wynikało z istotnego przyspieszenia eksportu, przy niskiej dynamice importu. Wkład inwestycji do wzrostu PKB był niższy niż w poprzednich kwartałach, co można wiązać ze spadkiem inwestycji mieszkaniowych. Wynikający z trwającego zacieśnienia fiskalnego spadek wydatków rządowych negatywnie wpłynął na dynamikę PKB.

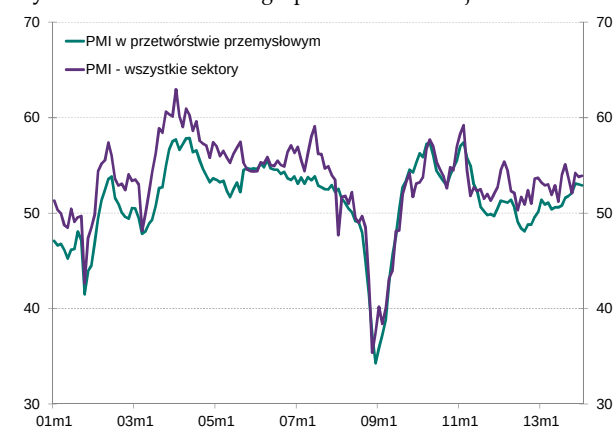
Na początku 2014 r. ożywienie gospodarcze w Stanach Zjednoczonych mogło jednak nieco spowolnić³. Wskazuje na to obniżenie się produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu br. Na początku 2014 r. pogorszyły się również

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



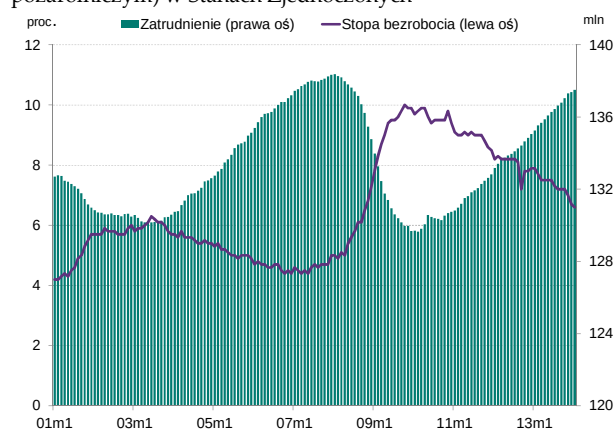
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.2 Indeks PMI w gospodarce światowej



Źródło: Dane Bloomberg.

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



Źródło: Dane BLS.

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

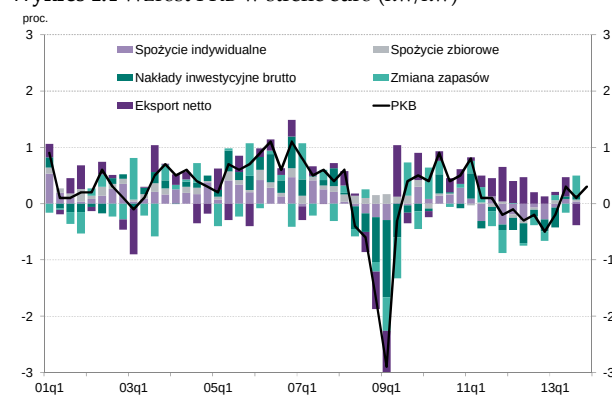
³ Spowolnienie to mogło być częściowo związane z wyjątkowo niekorzystnymi czynnikami pogodowymi.

nastroje przedsiębiorców (spadek indeksu ISM w styczniu br.). Równocześnie w ostatnich miesiącach spowolniła poprawa sytuacji na rynku nieruchomości. Choć ceny nieruchomości nadal rosły, to sprzedaż domów zmalała. Niższy popyt na nieruchomości można wiązać ze wzrostem oprocentowania kredytów hipotecznych, wynikającym z ograniczania skali zakupu aktywów przez Fed (por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*). W kierunku wzrostu aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oddziaływała z kolei dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy. W szczególności dalej obniżała się stopa bezrobocia (częściowo wskutek spadku aktywności zawodowej; Wykres 1.3).

W strefie euro dynamika PKB w III i IV kw. 2013 r. pozostała niska (wyniosła odpowiednio 0,1% i 0,3% kw/kw wobec 0,3% kw/kw w II kw. 2013 r.; Wykres 1.4). Wzrost PKB w III kw. wynikał z dodatniej – po raz pierwszy od wielu kwartałów – dynamiki popytu krajowego. Główną kategorią wspierającą popyt krajowy była zmiana przyrostu zapasów. Wkład inwestycji i konsumpcji do wzrostu PKB był również dodatni, choć znacznie niższy niż wkład zapasów. Z kolei eksport netto negatywnie wpływał na wzrost PKB.

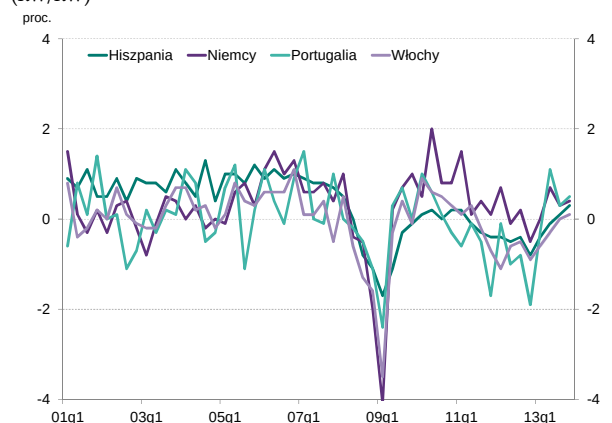
W największej gospodarce strefy euro – Niemczech – tempo wzrostu PKB w III i IV kw. wyniosło odpowiednio 0,3% i 0,4% kw/kw (wobec 0,7% kw/kw w II kw. ub. r.). Niższy wzrost PKB w II połowie 2013 r. był związany z obniżeniem się dynamiki konsumpcji, które nastąpiło pomimo dalszego wzrostu zatrudnienia oraz niewielkiego obniżenia stopy bezrobocia. Czynnikiem wspierającym dynamikę popytu w Niemczech był natomiast wzrost inwestycji, któremu sprzyjał spadek niepewności co do perspektyw popytu i korzystne warunki finansowania. Z kolei eksport – po wyhamowaniu w III kw. 2013 r. – w IV kw. przyspieszył. W rezultacie pod koniec 2013 r. wkład eksportu netto do wzrostu PKB był dodatni.

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



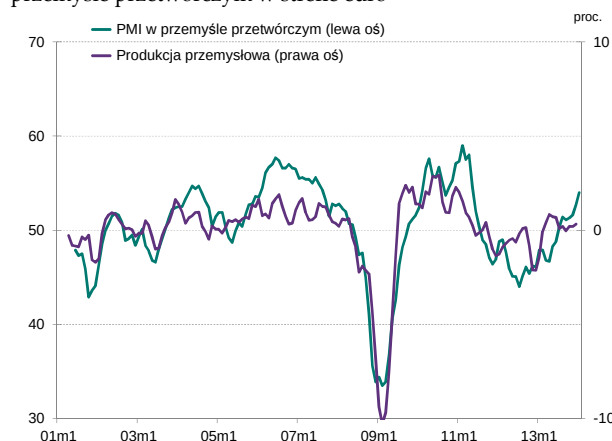
Źródło: Dane Eurostat.

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



Źródło: Dane Eurostat.

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



Źródło: Dane Eurostat, Markit.

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

1. Otoczenie polskiej gospodarki

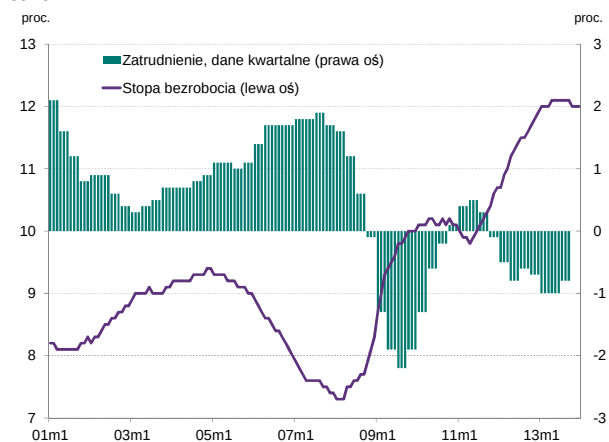
Pozytywnym sygnałem ze strefy euro jest przyspieszanie dynamiki PKB w części krajów najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym i wcześniejszą utratą konkurencyjności (Wykres 1.5). W Hiszpanii wzrost PKB w III i IV kw. 2013 r. był dodatni po raz pierwszy od dziewięciu kwartałów, co w III kw. – i najprawdopodobniej w IV kw. 2013 r. – wynikało zarówno ze wzrostu konsumpcji, jak i inwestycji.

Sygnałem poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro jest także wzrost wskaźników koniunktury na początku 2014 r. (Wykres 1.6). Z kolei niski wzrost produkcji przemysłowej, spadek sprzedaży detalicznej, a także utrzymująca się niekorzystna sytuacja na rynku pracy (Wykres 1.7) wskazują, że perspektywy wzrostu PKB w tej gospodarce pozostają umiarkowane.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej tempo wzrostu PKB w III i IV kw. 2013 r. dalej stopniowo przyspieszało (Wykres 1.8). Zgodnie z dostępnymi danymi, w III kw. ożywienie aktywności gospodarczej w tych gospodarkach wspierał wzrost popytu krajowego. W niektórych z nich (w Estonii, na Łotwie) istotnie wzrosła dynamika inwestycji. O poprawie popytu krajowego w większości tych gospodarek świadczy również dalszy wzrost importu, któremu towarzyszył jedynie nieznaczny wzrost eksportu. Konsumpcja gospodarstw domowych w większości krajów regionu – wspierana przez obniżającą się inflację – również rosła. Wzrost konsumpcji był jednak umiarkowany, co mogło wynikać z utrzymującej się podwyższonej stopy bezrobocia w wielu z tych krajów.

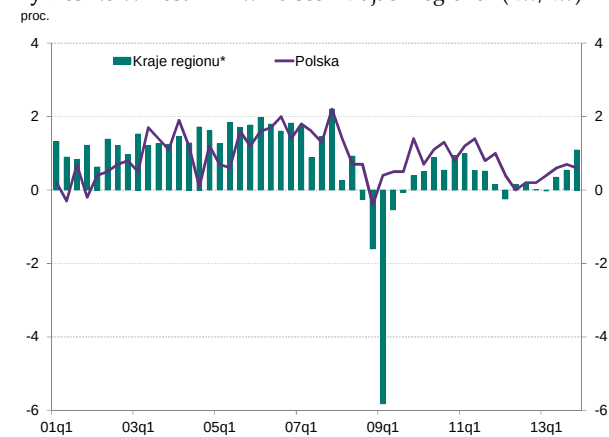
W największych gospodarkach wschodzących tempo wzrostu PKB w III i najprawdopodobniej w IV kw. 2013 r. było – jak na te kraje – niskie (Wykres 1.9). W Chinach, w kierunku osłabienia wzrostu PKB w IV kw. 2013 r. oddziaływało spowolnienie tempa wzrostu inwestycji, jakie nastąpiło w warunkach wzrostu rynkowych stóp

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



Źródło: Dane Eurostat.

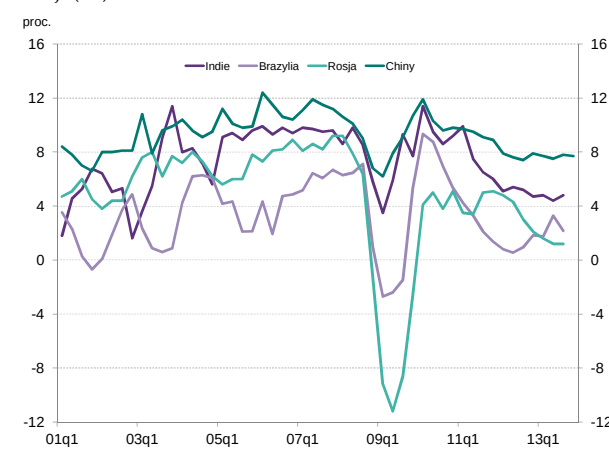
Wykres 1.8 Wzrost PKB w Polsce i krajach regionu* (kw/kw)



Źródło: Dane Eurostat.

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

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



Źródło: Dane Bloomberg.

procentowych i obniżenia się dynamiki akcji kredytowej. Dynamikę PKB wspierała zaś rosnąca konsumpcja i eksport. Na początku 2014 r. indeks PMI spadł poniżej 50 pkt, co wskazuje na pogorszenie się koniunktury w tym okresie.

1.2 Procesy inflacyjne za granicą

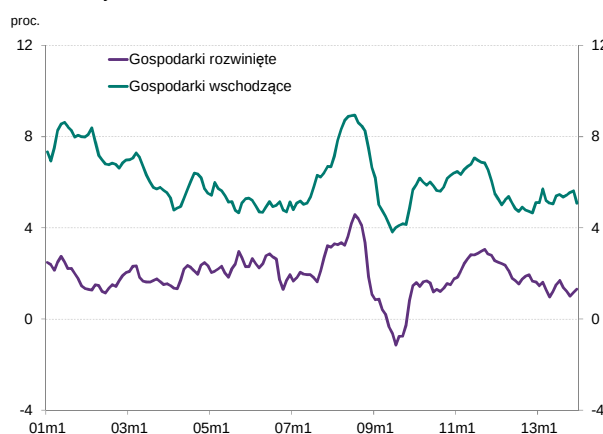
Wciąż niska presja popytowa i spadek dynamiki cen wielu produktów żywnościowych na rynkach światowych sprzyjały utrzymaniu niskiej inflacji w gospodarce światowej w IV kw. 2013 r. (Wykres 1.10).

W krajach rozwiniętych inflacja pozostawała na poziomie niższym od wieloletniej średniej, choć w ostatnich miesiącach nieco wzrosła w niektórych z tych gospodarek, co związane było z przyspieszeniem dynamiki cen energii. W Stanach Zjednoczonych inflacja bazowa pozostawała stabilna, zaś wzrost inflacji CPI pod koniec 2013 i na początku 2014 r. wynikał ze wzrostu dynamiki cen energii (Wykres 1.11). Z kolei w strefie euro inflacja HICP w omawianym okresie – w warunkach słabej presji popytowej – obniżyła się. Spadek inflacji HICP był związany ze spadkiem dynamiki cen żywności i dalszym obniżaniem się inflacji bazowej.

W krajach wschodzących inflacja również pozostała niższa od wieloletniej średniej. Sprzyjała temu relatywnie niska dynamika popytu oraz obniżenie się dynamiki cen żywności. W części z tych krajów o płynnych kursach walutowych (m.in. w Indiach, Brazylii, Turcji, Indonezji) w kierunku wzrostu inflacji oddziaływała natomiast deprecjacja kursu walutowego.

W krajach Europy Środkowo-Wschodniej pod koniec 2013 i na początku 2014 r. inflacja dalej się obniżała i kształtowała na poziomie wyraźnie niższym od wieloletniej średniej (Wykres 1.12). Inflacja bazowa w tej grupie krajów pozostała na

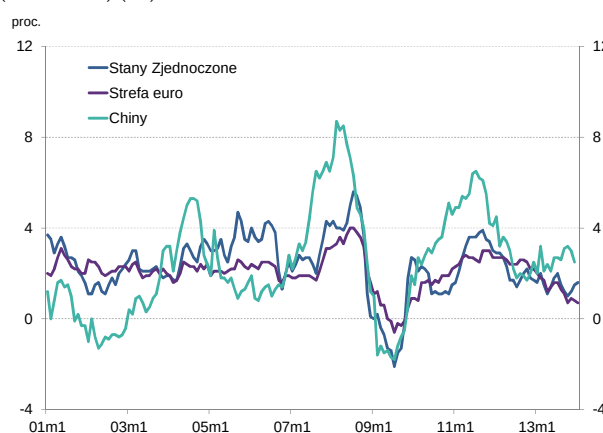
Wykres 1.10 Inflacja w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących* (r/r)



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

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

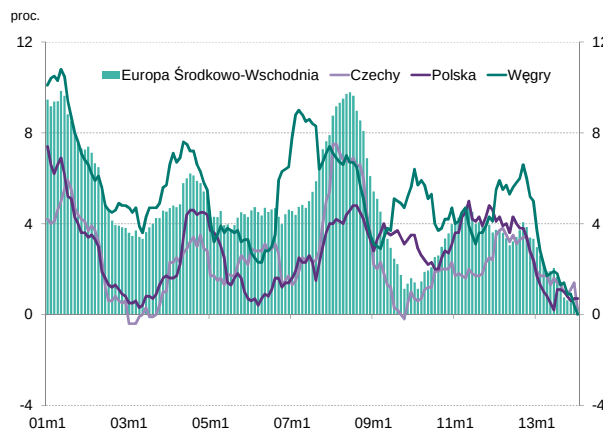


Źródło: Dane Bloomberg.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

niskim poziomie. Jednocześnie – podobnie jak w innych regionach świata – w większości z tych gospodarek odnotowano spadek dynamiki cen żywności. W wielu krajach Europy Środkowo-Wschodniej utrzymał się ponadto spadek cen energii w ujęciu rocznym. W niektórych z tych gospodarek, pewna deprecjacja kursów walutowych oddziaływała w kierunku wzrostu inflacji. Deprecjacja kursu walutowego dotyczyła m.in. Czech po wprowadzaniu przez Bank Czech asymetrycznego celu kursowego (por. Ramka 1. *Wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego przez Bank Czech*).

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



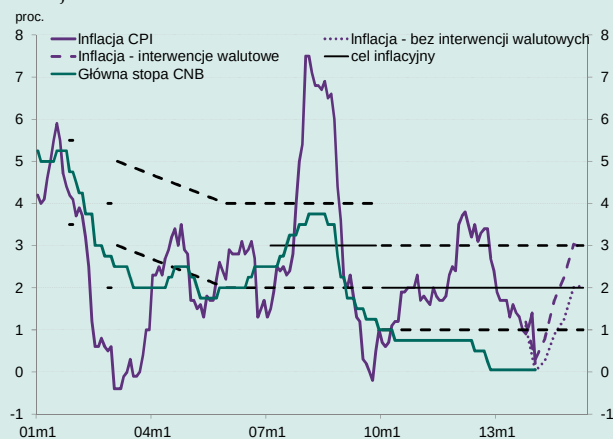
Źródło: Dane Bloomberg.

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

Ramka 1. Wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego przez Bank Czech

Bank Czech jako pierwszy spośród banków centralnych krajów transformacji ustrojowej wprowadził strategię celu inflacyjnego⁴. Stosuje ją od 1997 r., przy czym od momentu ogłoszenia celu inflacyjnego kilkakrotnie obniżał jego poziom (CNB 2007; Wykres R.1.1, Wykres R.1.2).

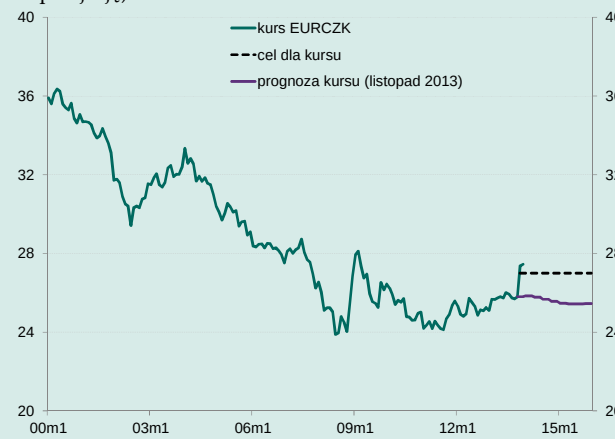
Wykres R.1.1 Cel inflacyjny, stopa procentowa oraz prognozy inflacji Banku Czech



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Czech.

O ostatniej zmianie celu Bank Czech zdecydował w 2007 r., ogłaszając, że od 2010 r. cel inflacyjny będzie wynosił 2,0% +/-1 pkt proc. Cel Banku Czech został tym samym obniżony do niskiego poziomu, stosowanego przez większość gospodarek rozwiniętych. Obniżenie celu inflacyjnego stworzyło ryzyko, że w warunkach recesji i niskiej inflacji (lub deflacji) – ze względu na zerową granicę dla nominalnej stopy procentowej – bank centralny będzie miał ograniczoną możliwość stymulowania gospodarki poprzez obniżenie realnej stopy procentowej. W następstwie światowego kryzysu finansowego ryzyko to się zmaterializowało. Restrykcyjna polityka fiskalna i trwająca recesja skłoniła Bank Czech do obniżenia stóp procentowych w 2012 r. w pobliże zera.

Wykres R.1.2 Kurs korony względem euro (wzrost oznacza deprecjację)



⁴ W efekcie kryzysu walutowego, jaki dotknął Czechy w maju 1997 r., Bank Czech był zmuszony upłynnić kurs czeskiej korony i rozważyć wybór innej kotwicy nominalnej.

Od końca 2012 r. Bank Czech utrzymuje główną stopę procentową (oprocentowanie 2-tygodniowych operacji *repo*) na poziomie nieznacznie powyżej zera (0,05%). Pomimo długiego okresu utrzymywania się ujemnej realnej stopy procentowej, roczna dynamika PKB od początku 2012 r. pozostawała ujemna (w 2012 r. dynamika PKB wyniosła -1,0% r/r, zaś w pierwszych trzech kwartałach 2013 r. średnio -1,7% r/r.). Równocześnie inflacja od początku 2013 r. kształtowała się poniżej celu, a prognozy Banku Czech z końca 2013 r. wskazywały na 50-procentowe ryzyko deflacji w kolejnych kwartałach i powrót inflacji do celu dopiero na początku 2015 r. (Wykres R.1.1; CNB, 2013b).

Ze względu na brak możliwości dalszych obniżek nominalnych stóp procentowych, Bank Czech w listopadzie 2013 r. zapowiedział wykorzystanie kursu walutowego jako dodatkowego instrumentu łagodzenia warunków monetarnych. Bank ogłosił wówczas rozpoczęcie interwencji walutowych⁵, mających na celu osłabienie kursu czeskiej korony względem euro do poziomu ok. 27 EUR/CZK⁶ (co oznaczało ok. 5-procentową deprecjację kursu). Bank Czech zapowiedział, że cel kursowy będzie traktowany asymetrycznie, tj. będzie tolerował osłabienie się kursu czeskiej korony względem euro powyżej poziomu 27 EUR/CZK, natomiast będzie interweniował w przypadku umocnienia kursu poniżej poziomu 27 EUR/CZK⁷.

Wedle deklaracji Banku Czech asymetryczny cel kursowy ma zostać utrzymany do momentu, gdy ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu znacząco spadnie, co – według Banku Czech (CNB 2013d) – ma nastąpić najwcześniej na początku 2015 r. Jednocześnie, według prognoz Banku Czech, osłabienie korony ma podnieść ścieżkę inflacji o ok. 1 pkt proc. (CNB 2013b). W efekcie – ze względu na szybkie oddziaływanie kanału kursowego na inflację – deprecjacja czeskiej korony ma ograniczyć ryzyko deflacji już na początku 2014 r., a także skrócić okres powrotu inflacji w okolice celu inflacyjnego do ok. jednego roku⁸.

Choć skuteczność wprowadzenia celu kursowego w zapobieganiu deflacji będzie można ocenić dopiero *ex post*⁹, to obecnie można zauważyć, że interwencje przyczyniły się do:

- Osłabienia kursu czeskiej korony do poziomu zgodnego z zamierzeniami Banku Czech (tj. kurs pozostaje powyżej 27 EUR/CZK, Wykres R.1.2). Skuteczność interwencji zapewniona jest przez fakt, że Bank Czech może interweniować na rynku walutowym nielimitowanymi środkami (tj. sprzedaje czeską koronę kupując waluty obce), co zwiększa wiarygodność takiej strategii.
- Nieznacznego obniżenia się rynkowej stopy procentowej PRIBOR (o ok. 0,05 pkt proc.; Wykres R.1.4), które nastąpiło pomimo braku zmiany stopy procentowej banku centralnego. Obniżenie stopy PRIBOR było najprawdopodobniej rezultatem obniżenia stopy procentowej implikowanej ze *swapów* walutowych. Ze względu na arbitraż występujący pomiędzy rynkami tych instrumentów, spadek stopy implikowanej ze *swapów* walutowych przyczynił się również do spadku oprocentowania depozytów w walucie krajowej.

W okresie między 7 a 20 listopada 2013 r., zgodnie z danymi przedstawionymi przez Bank Czech, kwota interwencji walutowych wyniosła 200 mld koron (ok. 5% PKB i 22% bilansu Banku Czech). Choć Bank Czech

⁵ Tym samym Bank Czech zrealizował rekomendacje MFW przedstawione w ramach misji w Czechach wiosną 2012 r. i 2013 r. Instytucją, która poparła interwencje walutowe była również OECD.

⁶ „The CNB will intervene on the foreign exchange market to weaken the koruna so that the exchange rate of the koruna against the euro is close to CZK 27” (CNB, 2013a). Wcześniej (we wrześniu 2011 r.) asymetryczny cel kursowy wprowadził także Bank Szwajcarii (SNB 2011). Istnieje jednak istotna różnica w stosowaniu tego narzędzia przez Bank Czech i Bank Szwajcarii. O ile rynkowy kurs korony przed rozpoczęciem interwencji był zbliżony do kursu równowagi (MFW 2013), o tyle kurs franka był uznawany przez Bank Szwajcarii za znacząco przewartościowany (SNB 2011).

⁷ „The CNB regards the commitment as asymmetric (...) On the stronger side of the CZK 27/EUR level, the CNB is preventing the koruna from appreciating further (...) On the weaker side of the CZK 27/EUR level, the CNB is allowing the koruna exchange rate to float.” (CNB, 2013d).

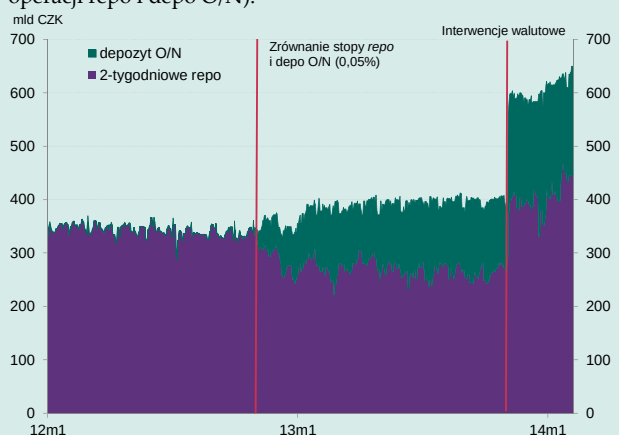
⁸ Szacowanie wpływu osłabienia kursu korony na inflację jest obarczone ryzykiem. Z jednej strony, w kierunku wyższego *pass-through* może oddziaływać trwałość osłabienia kursu. Z drugiej strony, obecna faza cyklu koniunkturalnego (tj. wczesna faza ożywienia) – wraz z niekorzystną koniunkturą u głównych partnerów handlowych Czech – ogranicza *pass-through*.

⁹ W listopadzie i grudniu 2013 r. inflacja wzrosła, po czym w styczniu br. obniżyła się ponownie, do 0,2% r/r (Wykres R.1.1).

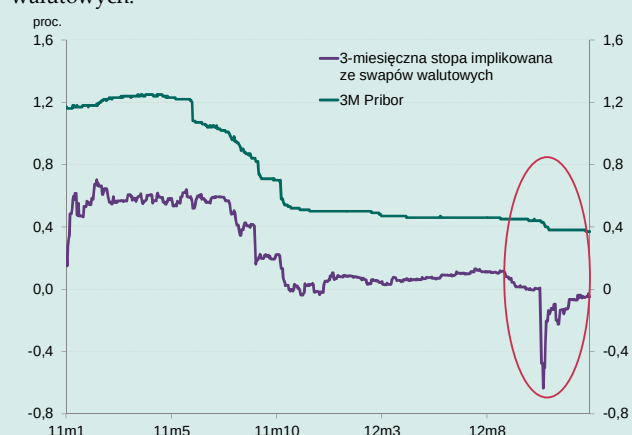
dotychczas nie podał informacji na temat kwoty interwencji po 20 listopada, bilans Banku wskazuje na znaczące zmniejszenie skali interwencji walutowych. Od rozpoczęcia interwencji do 10 lutego 2014 r. łączny wzrost aktywów posiadanych przez Bank Czech wyniósł ok. 28%.

Sektor bankowy w Czechach charakteryzuje się nadpłynnością, stąd dodatkowy wzrost płynności sektora bankowego wynikający z interwencji walutowych jest absorbowany albo poprzez operacje otwartego rynku (2-tygodniowe *repo*) albo poprzez depozyt O/N w banku centralnym (Wykres R.1.3). Ze względu na jednakową stopę procentową (0,05%), operacje *repo* i depozyt O/N w banku centralnym są dla banków komercyjnych bliskimi substytutami.

Wykres R.1.3 Absorpcja płynności przez Bank Czech (poziom operacji *repo* i depozyt O/N).



Wykres R.1.4 Pribor 3M i stopa 3M implikowana ze swapów walutowych.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Czech i Bloomberg.

Wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego spowodowało pewną niespójność komunikacji Banku Czech¹⁰. Od 2008 r. Bank Czech publikuje prognozę nominalnego kursu czeskiej korony względem euro. Zgodnie z najnowszą prognozą, opublikowaną w *Raporcie o inflacji* z listopada 2013 r. – już po ogłoszeniu decyzji o interwencjach w celu osłabienia kursu – kurs czeskiej korony miał ulegać lekkiej aprecjacji¹¹.

Literatura:

- CNB (2007), *The CNB's new inflation target and changes in monetary policy communication*, 8 marca 2007.
CNB (2013a), *CNB keeps interest rates unchanged, decides on interventions*, komunikat CNB z 7 listopada 2013.
CNB (2013b), *Inflation Report – IV 2013*.
CNB (2013c), *The CNB buys foreign exchange worth about CZK 200 billion*, komunikat CNB z 25 listopada 2013.
CNB (2013d), *The exchange rate commitment: how the CNB keeps the exchange rate close to CZK 27 to the euro*, http://www.cnb.cz/en/faq/the_exchange_rate_commitment.html
MFW (2013), *Czech Republic. 2013 Article IV Consultation*, sierpień 2013.
SNB (2011), *Swiss National Bank sets minimum exchange rate at CHF 1.20 per euro*, komunikat SNB z 6 września 2011.

¹⁰ W ostatnich latach Bank Czech znacząco zwiększał zakres publikowanych informacji. W szczególności od 2008 r. zaczął publikować prognozę stóp procentowych, a od 2009 r. – jako pierwszy bank centralny na świecie – prognozę nominalnego kursu bilateralnego (w formie wachlarzowej).

¹¹ *Cut-off date* dla listopadowego *Raportu* przypadła na 25 października 2013 r., tj. był wcześniejszy niż ogłoszenie decyzji o interwencjach. Jednak w *Raporcie* tym – opublikowanym nieco później – odniesiono się do zapowiedzi wykorzystania kursu walutowego jako dodatkowego narzędzia łagodzenia warunków monetarnych przez Bank Czech i oprócz scenariusza bazowego zaprezentowano także wyniki projekcji zakładającej osłabienie kursu do poziomu 27 EUR/CZK (jako scenariusz alternatywny).

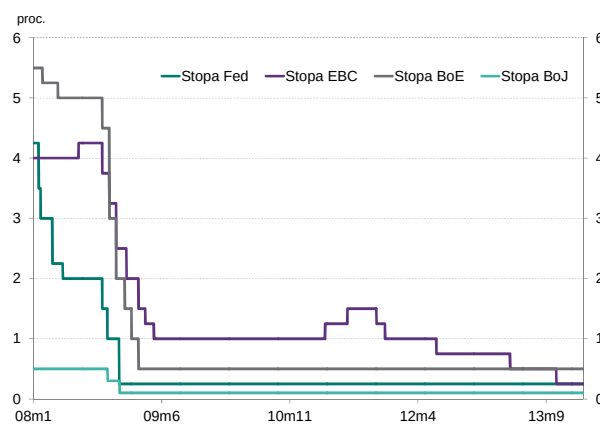
1.3 Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe

Od publikacji poprzedniego *Raportu* polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostała ekspansywna (Wykres 1.13, Wykres 1.14), przy czym Fed w grudniu 2013 r. i styczniu 2014 r. zmniejszył skalę łagodzenia ilościowego. Decyzja ta przełożyła się na pogorszenie nastrojów w części krajów rozwijających się, gdzie skalę obniżenia cen aktywów dodatkowo zwiększały pogarszające się perspektywy gospodarcze niektórych z tych krajów. Z kolei w krajach rozwiniętych ceny aktywów finansowych wzrosły.

Obok zmniejszenia skali zakupu aktywów (łącznie o 20 mld USD do poziomu 65 mld USD miesięcznie) Fed zadeklarował, że będzie utrzymywał krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie bliskim zera (0,00-0,25%) znacznie dłużej niż do momentu, gdy stopa bezrobocia obniży się poniżej 6,5%. Deklaracja ta będzie obowiązywać w szczególności, jeżeli prognozowana w okresie 1-2 lat inflacja nie przekroczy 2,5%, a długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostaną zakotwiczone. Tym samym Fed wydłużył horyzont swojej deklaracji utrzymania stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych na bardzo niskim poziomie.

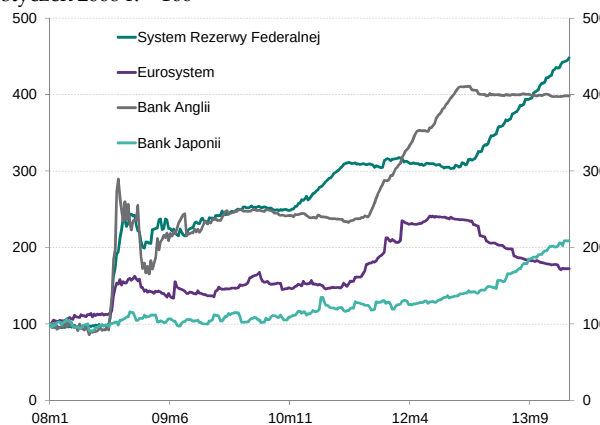
EBC w listopadzie 2013 r. obniżył stopy procentowe o 0,25 pkt proc., w tym stopę podstawowych operacji refinansujących do poziomu 0,25%, pozostawiając stopę depozytową na poziomie 0,00%. Ponadto EBC ponownie zadeklarował zamiar pozostawienia stóp procentowych przez dłuższy czas na bieżącym lub niższym poziomie. W styczniu 2014 r. deklaracja ta została w pewnym stopniu wzmocniona poprzez podkreślenie determinacji EBC do zapewnienia silnie akomodacyjnych warunków monetarnych. EBC podtrzymał także gotowość do

Wykres 1.13 Stopy procentowe głównych banków centralnych



Źródło: Dane Bloomberg.

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



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

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

Z kolei Bank Anglii uznał, że stopy procentowe powinny pozostać na poziomie 0,50%, pomimo iż stopa bezrobocia zbliżyła się do wartości progowej zawartej w poprzednim *forward guidance*¹². Ponadto Bank Anglii ogłosił zamiar wycofania się ze wspierania akcji kredytowej dla gospodarstw domowych w ramach programu wsparcia akcji kredytowej (*Funding for Lending Scheme*).

Bank Japonii nie zmienił wielkości swojego programu zakupu aktywów (60-70 bilionów jenów rocznie). Jednak w połowie lutego 2014 r. podwoił skalę programu wsparcia akcji kredytowej (*Stimulating Bank Lending Facility*) w gospodarce i przedłużył okres jego obowiązywania o rok (do marca 2015 r.).

Po publikacji poprzedniego *Raportu*, na skutek działań Fed, a także pogorszenia sytuacji gospodarczej i politycznej w części krajów rozwijających się, nastąpił odpływ kapitału z rynków wschodzących. Nastroje na rynkach wschodzących pogorszyły się w szczególności w styczniu 2014 r., kiedy wzrosło ryzyko zawieszenia spłaty zobowiązań wobec inwestorów przez Argentynę, nasilił się kryzys polityczny na Ukrainie, a także opublikowano dane wskazujące na wolniejsze od wcześniej zakładanego ożywienie gospodarcze w wielu krajach wschodzących, w tym zwłaszcza w Chinach.

Na skalę odpływu kapitału w poszczególnych gospodarkach wpływały głównie czynniki krajowe, w szczególności skala nierównowag

¹² Od sierpnia 2013 r. do lutego 2014 r. Bank Anglii deklarował, że stopy procentowe nie zostaną podwyższone przynajmniej dopóki stopa bezrobocia w Wielkiej Brytanii nie obniży się poniżej 7%, chyba że – zgodnie z prognozą Komitetu Polityki Pieniężnej (ang. *Monetary Policy Committee* – odpowiednik polskiej Rady Polityki Pieniężnej) – roczny wskaźnik inflacji CPI w perspektywie 18-24 miesięcy przekroczyłby 2,5%, średniookresowe oczekiwania inflacyjne wzrosłyby znacząco ponad cel inflacyjny, a stabilność systemu finansowego byłaby zagrożona. Taka forma *forward guidance* została zniesiona przez Bank Anglii w lutym br.

zewnętrznych lub fiskalnych oraz perspektywy wzrostu gospodarczego. Skalę odpływu kapitału zwiększały również czynniki polityczne (Turcja, Ukraina), wysokie zaangażowanie nierezydentów (RPA) oraz wrażliwość gospodarki na zmiany cen surowców (Rosja).

W efekcie odpływu kapitału rentowności obligacji skarbowych w wielu krajach wzrosły, ceny akcji obniżyły się, a kursy walut osłabiły się (Wykres 1.15, Wykres 1.16, Wykres 1.17). W celu zahamowania skali deprecjacji kursu walutowego niektóre banki centralne krajów rozwijających się w styczniu 2014 r. interweniowały na rynku walutowym.

W celu zmniejszenia skali odpływu kapitału niektóre banki centralne (Brazylia, RPA, Turcja) podwyższyły stopy procentowe, przy czym skala podwyżki stóp procentowych była szczególnie duża w przypadku Turcji, której kurs walutowy względem dolara amerykańskiego osiągnął w drugiej połowie stycznia 2014 r. najniższy poziom w historii (por. Ramka 2. *Zmiany w polityce pieniężnej banków centralnych krajów wschodzących po globalnym kryzysie finansowym*). Działania te mogły mieć pewien wpływ na wyhamowanie spadku cen aktywów oraz deprecjacji kursów walutowych gospodarek wschodzących w lutym 2014 r. Wyjątkiem była Ukraina, gdzie eskalacja kryzysu politycznego w połowie lutego spowodowała nasilenie obaw o perspektywę wypłacalności tego kraju, co przyczyniło się do silnego wzrostu rentowności obligacji skarbowych i dalszej deprecjacji hrywny.

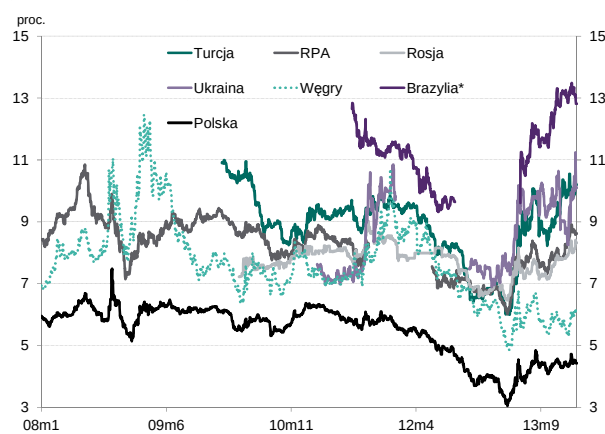
Większość banków centralnych gospodarek wschodzących pozostawiła stopy procentowe na niskim poziomie, a niektóre nadal je obniżały. Z kolei Bank Czech interweniował na rynku w celu osłabienia kursu swojej waluty (por. Ramka 1. *Wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego przez Bank Czech*).

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



Źródło: Dane Bloomberg, obliczenia NBP.

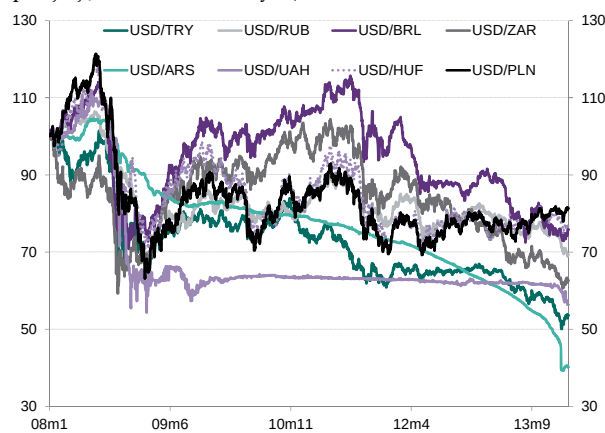
Wykres 1.16 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych rynków wschodzących



Źródło: Dane Bloomberg.

*Rentowności 9-letnich obligacji skarbowych.

Wykres 1.17 Kursy walutowe rynków wschodzących względem dolara amerykańskiego (styczeń 2008 = 100; wzrost oznacza aprecjację walut kwotowanych)



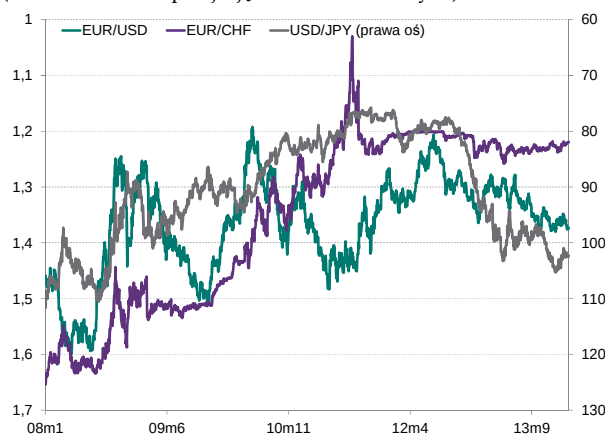
Źródło: Dane Bloomberg.

1. Otoczenie polskiej gospodarki

Od publikacji poprzedniego *Raportu* rentowności amerykańskich obligacji skarbowych wzrosły w reakcji na zmniejszenie przez Fed skali łagodzenia ilościowego, jednak w znacznie mniejszym stopniu niż w połowie 2013 r., kiedy Fed zaczął sygnalizować możliwość powolnego wycofywania się z zakupu aktywów. Jednocześnie publikacje nieco słabszych danych dotyczących aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oraz silne pogorszenie nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych na początku br., wpływały przejściowo na obniżenie rentowności amerykańskich obligacji skarbowych (Wykres 1.19).

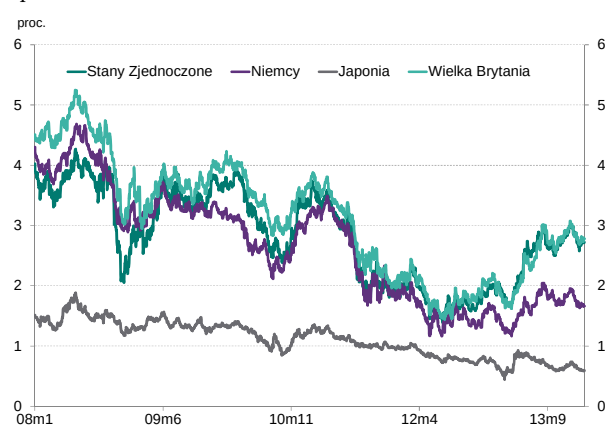
Podobne tendencje można było zaobserwować na rynkach obligacji innych krajów rozwiniętych (Wykres 1.19). Rentowności obligacji skarbowych krajów strefy euro objętych kryzysem zadłużeniowym obniżyły się (Wykres 1.20), co było związane z deklaracją o gotowości EBC do zakupu tych obligacji, a także pojawieniem się sygnałów ożywienia gospodarczego w strefie euro. Sygnały ożywienia przyczyniły się również do aprecjacji euro względem dolara amerykańskiego, widocznej pod koniec 2013 r. Natomiast w styczniu 2014 r. euro osłabiło się względem dolara, co było związane z pogorszeniem nastrojów i odpływem inwestorów w stronę krajów uznawanych za bezpieczne (Wykres 1.18).

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



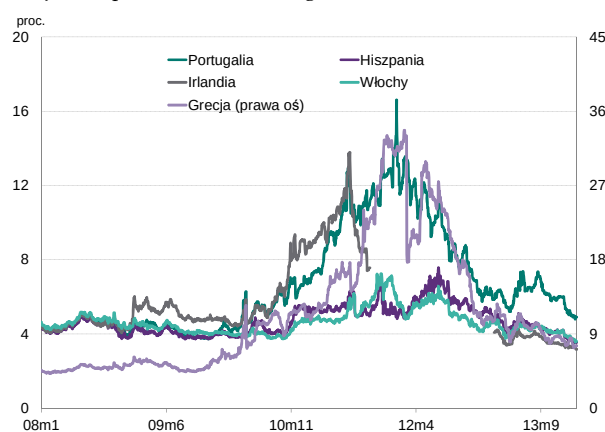
Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.19 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Stanach Zjednoczonych, Niemczech, Wielkiej Brytanii i w Japonii



Źródło: Dane Bloomberg.

Wykres 1.20 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Portugalii i we Włoszech



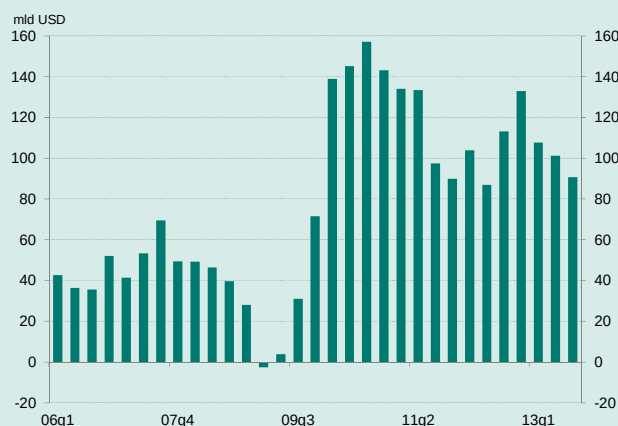
Źródło: Dane Bloomberg.

Ramka 2. Zmiany w polityce pieniężnej banków centralnych krajów wschodzących po globalnym kryzysie finansowym¹³

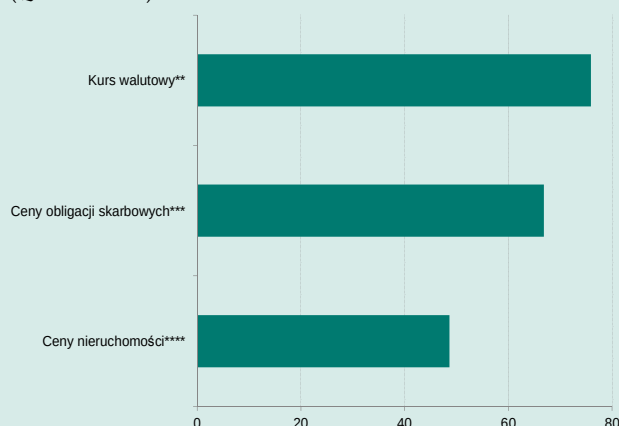
W ostatnich latach banki centralne w krajach wschodzących zmodyfikowały nieco sposób prowadzenia polityki pieniężnej. Było to uwarunkowane głównie następującymi czynnikami. Po pierwsze, globalny kryzys finansowy pokazał, że niska i stabilna inflacja nie jest wystarczająca dla utrzymania stabilności makroekonomicznej. W szczególności stabilizacja inflacji przez Fed i inne główne banki centralne w okresie poprzedzającym kryzys finansowy nie zapobiegła narastaniu nierównowag w gospodarce amerykańskiej i światowej. Po drugie, po kryzysie finansowym obserwowano silny napływ zagranicznego kapitału portfelowego do wielu krajów wschodzących charakteryzujących się relatywnie szybkim tempem wzrostu gospodarczego (Wykres R.2.1). Sprzyjała temu w szczególności bardzo ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych. Napływ kapitału miał następujące skutki dla krajów wschodzących:

- do połowy 2011 r. rosła presja na aprecjację walut w wielu krajach wschodzących, co mogło oddziaływać w kierunku osłabienia konkurencyjności cenowej przedsiębiorstw w tych krajach, przyczyniając się do powstawania lub pogłębiania nierównowag zewnętrznych;
- do połowy 2013 r. rynkowe stopy procentowe w krajach wschodzących obniżały się, co prowadziło do wzrostu cen aktywów krajowych rosła także akcja kredytowa, prowadząc do wzrostu cen nieruchomości (Wykres R.2.2);

Wykres R.2.1 Napływ kapitału na rynki wschodzące*



Wykres R.2.2 Ceny aktywów w krajach wschodzących (Q1 2009 = 100)



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych banków centralnych, Bloomberg i BIS.

* Gospodarki wschodzące na lewym wykresie obejmują: Brazylię, Chile, Chorwację, Czechy, Filipiny, Indie, Indonezję, Kolumbię, Koreę Południową, Polskę, Rumunię, RPA, Tajlandię, Turcję i Węgry.

** Indeks kursów walutowych krajów wschodzących JP Morgan Emerging Market Currency Index.

*** Indeks cen obligacji skarbowych krajów wschodzących JP Morgan Emerging Market Bond Index.

**** Średnia arytmetyczna cen nieruchomości (w USD) w Brazylii, Czechach, Indonezji, Malezji, Meksyku, Peru, Polsce, Rumunii, RPA, Tajlandii, Turcji i na Węgrzech.

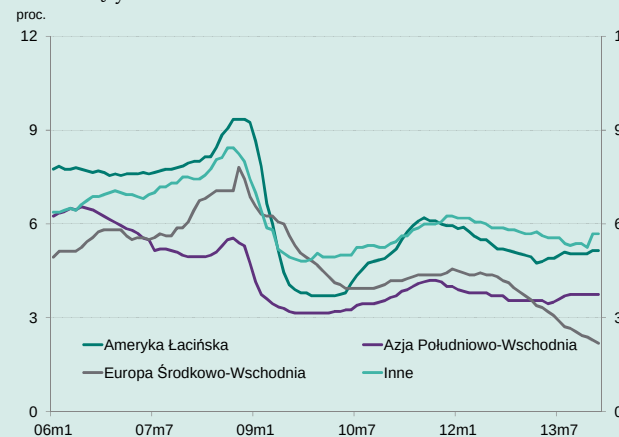
- zwiększyło się zadłużenie zagraniczne sektora przedsiębiorstw w walutach obcych¹⁴, co może w dalszej perspektywie prowadzić do wzrostu ryzyka płynności i ryzyka kursowego;
- wzrosła podatność krajów wschodzących na ryzyko nagłego odpływu kapitału w sytuacji zmiany globalnej wyceny ryzyka, podobne do tego, które nastąpiło po ogłoszeniu przez Fed zamiaru zmniejszania skali łagodzenia ilościowego w II kw. 2013 r. (por. Ramka 1: *Wpływ komunikacji dotyczącej zakończenia programów luzowania ilościowego przez Fed na wycenę aktywów finansowych w Raporcie o inflacji – listopad 2013*).

¹³ W ramce omówione są działania polityki pieniężnej i makroostrożnościowej nakierowane na zmniejszenie skali wahań przepływów kapitałowych, jednak nie uwzględniono w niej działań z zakresu polityki fiskalnej oraz administracyjnej.

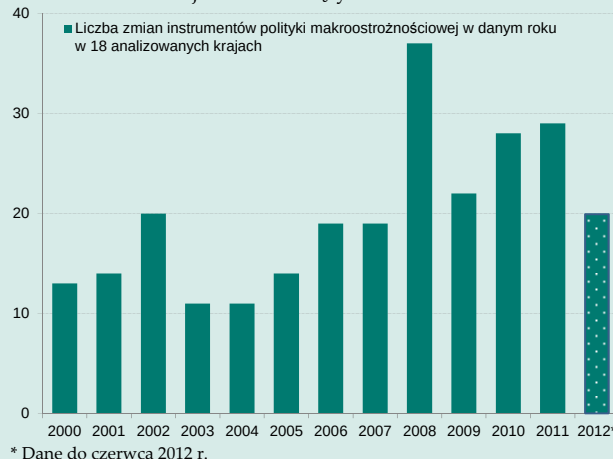
¹⁴ Chodzi głównie o wzrost emisji korporacyjnych instrumentów dłużnych na rynkach zagranicznych denominowanych w walutach obcych. W latach 2012-2013 niemal podwoiła się ona w Chinach, Brazylii oraz w krajach Azji Południowo-Wschodniej i wzrosła o niemal połowę w Rosji i w Indiach.

Ograniczeniu napływu kapitału do krajów wschodzących miało sprzyjać utrzymywanie stóp procentowych na poziomie wyraźnie niższym niż przed kryzysem (Wykres R.2.3). Nie zdołało to jednak w pełni ograniczyć napływu kapitału portfelowego (Wykres R.2.1), a jednocześnie mogło oddziaływać w kierunku dalszego wzrostu cen aktywów, w tym cen nieruchomości (Wykres R.2.2).

Wykres R.2.3 Stopy procentowe banków centralnych w krajach wschodzących**



Wykres R.2.4 Działania makroostrożnościowe podjęte przez banki centralne krajów wschodzących***



Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych Bloomberg i BIS.

** Średnia arytmetyczna. Gospodarki wschodzące na lewym wykresie dla Ameryki Łacińskiej obejmują: Brazylię, Chile, Kolumbię i Peru; dla Europy Środkowo-Wschodniej: Czechy, Polskę, Rumunię i Węgry; dla Azji Południowo-Wschodniej: Indonezję, Koreę, Malezję i Tajlandię; dla innych krajów – Egipt, Indie, Izrael, RPA i Turcję (dla której przyjęto jako podstawową stopę w całym okresie analizy tygodniową stopę operacji repo).

*** Gospodarki wschodzące na prawym wykresie obejmują: Brazylię, Chile, Chorwację, Czechy, Filipiny, Indie, Indonezję, Kolumbię, Koreę Południową, Malezję, Meksyk, Peru, Polskę, RPA, Rumunię, Tajlandię, Turcję i Węgry.

Dlatego niektóre kraje wschodzące podjęły próbę uzupełnienia strategii polityki pieniężnej o nowe narzędzia i dodatkowe cele, które miały ułatwić im zapewnienie stabilności makroekonomicznej i finansowej. Zmiany te obejmowały:

- wspieranie stabilności finansowej poprzez wykorzystanie narzędzi polityki makroostrożnościowej (Wykres R.2.4):
 - w 2010 r. Bank Turcji uzupełnił strategię polityki pieniężnej o dwa dodatkowe cele – ograniczenie wzrostu akcji kredytowej w gospodarce i zmniejszenie skali napływu kapitału krótkoterminowego;
 - z kolei Bank Korei w 2011 r. uzupełnił główny cel swojej polityki pieniężnej (stabilność cen) o dodatkowy – stabilność finansową;
 - elementy strategii polityki pieniężnej związane ze stabilnością finansową wprowadziły również niektóre inne kraje wschodzące (Brazylia, Malezja i Tajlandia);
 - działania z zakresu polityki makroostrożnościowej są dodatkowo podejmowane przez banki centralne, dla których cel polityki pieniężnej oficjalnie nie jest związany ze stabilnością finansową (Bank Filipin i Bank Indonezji);
- częstsze interwencje na rynku walutowym:
 - banki centralne próbowały ograniczać skalę wahań kursu walutowego poprzez interwencje walutowe – regularne (Turcja od czerwca 2013 r., Brazylia od lipca 2013 r.) i okazjonalne (np. Chile, Indonezja, Indie czy RPA);
 - w 2013 r. Bank Czech zdecydował się na wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego w sytuacji braku możliwości dalszego obniżenia stóp procentowych (por. Ramka 1: *Wprowadzenie asymetrycznego celu kursowego przez Bank Czech*);
- modyfikację sposobu wykorzystywania stóp procentowych:
 - Bank Turcji kilkakrotnie zmieniał szerokość korytarza krótkoterminowych stóp procentowych w celu zwiększenia kosztu transakcji spekulacyjnych; Bank Turcji podwyższył również stopę rezerw obowiązkowych od zobowiązań krótkoterminowych (również w walutach obcych), co miało sprzyjać wydłużeniu terminu zapadalności zobowiązań inwestorów i ograniczeniu ryzyka

- płynnościowego w sektorze bankowym;
 - również niektóre inne banki centralne (Bank Chin, Bank Chorwacji, Bank Indii, Bank Malezji) zmieniały stopy rezerw obowiązkowych lub podstawy naliczania tych rezerw, aby wpłynąć na akcję kredytową bez zmiany stóp procentowych;
- modyfikację komunikacji polityki pieniężnej:
 - Bank Turcji prowadził politykę zamierzonego braku klarowności w zakresie stóp procentowych i polityki płynnościowej (ang. *controlled ambiguity*) i komunikował je w niestandardowy sposób, prawdopodobnie by zwiększyć zmienność krótkoterminowych stóp procentowych i zmniejszyć skalę napływu kapitału krótkoterminowego.

Z uwagi na krótki okres, który upłynął od wdrożenia wyżej wymienionych modyfikacji, nie można dokonać pełnej oceny ich skuteczności. W szczególności pomimo podejmowanych prób (np. Bianchi (2009, Galati i Moessner (2011), Aiyar i in. (2012), Aikman (2012), Giese i in. (2013)), mechanizm transmisji polityki makroostrożnościowej nie został dokładnie opisany. Doświadczenia banków centralnych, szczególnie w Azji Południowo-Wschodniej, które wprowadziły narzędzia makroostrożnościowe już po kryzysie azjatyckim w 1997 r., wskazują jednak, że polityka makroostrożnościowa nie zapobiegła w pełni narastaniu nierównowag w niektórych segmentach rynku finansowego. W odniesieniu do interwencji walutowych można wyciągnąć wniosek, że obecność banków centralnych krajów wschodzących na rynku walutowym nie zawsze była wystarczająca do zmiany silnych tendencji – szczególnie deprecjacyjnych – na tym rynku. Wskazują na to w szczególności doświadczenia Banku Turcji, którego interwencje walutowe wykazały bardzo ograniczoną skuteczność w zahamowaniu deprecjacji tureckiej liry. Skala deprecjacji liry mogła być dodatkowo spotęgowana przez częste i trudne w interpretacji zmiany parametrów polityki pieniężnej zniechęcające do napływu kapitału krótkoterminowego. Z tego też względu w styczniu 2014 r. Bank Turcji zdecydował się na znaczne podniesienie stóp procentowych oraz powrót do większej transparentności swojej polityki pieniężnej. Inne kraje wschodzące (Brazylia, RPA) próbowały powstrzymać odpływ kapitału raczej za pomocą podnoszenia stóp procentowych, nie wprowadzając dodatkowych modyfikacji polityki pieniężnej. Przedstawione wyżej doświadczenia wydają się wskazywać, że skuteczność instrumentów polityki pieniężnej wykorzystywanych do ograniczenia odpływu kapitału zależy od wiarygodności banku centralnego i jakości polityki gospodarczej.

Literatura:

- Aikman D., Nelson B., Tanaka N. (2012), *Reputation, risk taking and macroprudential policy*, Working Paper no. 462, Bank Anglii, październik 2012.
- Aiyar Sh., Calomiris Ch.W., Wieladek T. (2012), *Does macropru leak? Evidence from UK policy experiment*, Working Paper no. 445, Bank Anglii, styczeń 2012.
- Bogdanova B., Shek J., Shim I., Subelyte A. (2013), *Database for policy actions on housing markets*, BIS Quarterly Review, wrzesień 2013.
- Bianchi (2010), *Overborrowing and systemic externalities in the business cycle*, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper No. 2009-24.
- Galati i Moessner (2011), *Macroprudential policy – a literature review*, luty 2011.
- Giese J., Nelson B., Tanaka M., Tarashev N. (2013), *How could macroprudential policy affect financial system resilience and credit? Lessons from literature*, Financial Stability Paper no. 21, Bank Anglii, maj 2013.

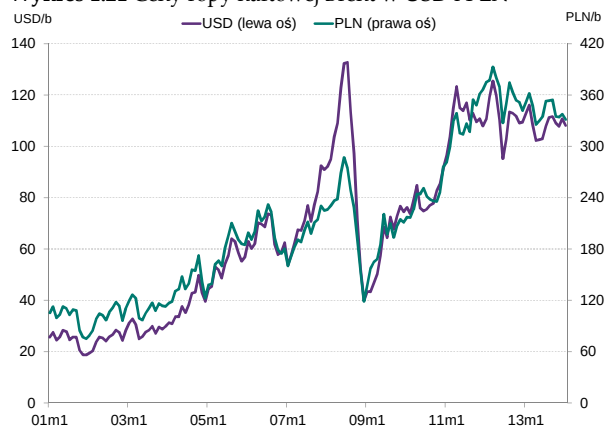
1.4 Światowe rynki surowców

W IV kw. 2013 r. i na początku 2014 r. ceny większości surowców na rynkach światowych, w tym ceny ropy naftowej, nie zmieniły się istotnie. Na sytuację na globalnych rynkach surowców silnie oddziaływały czynniki podażowe, przy jedynie niewielkim wpływie rozpoczęcia ograniczania skali łagodzenia ilościowego przez Fed.

Średnia cena ropy Brent w IV kw. 2013 r. i na początku 2014 r. pozostała wysoka i wyniosła ok. 110 USD/b (Wykres 1.21). Utrzymywanie się relatywnie wysokich cen tego surowca pod koniec 2013 r. związane było w znacznym stopniu z zakłóceniami w jego produkcji. Na podaż ropy nadal negatywnie wpływa bowiem w szczególności sytuacja w Libii, gdzie wydobywanie zostało bardzo silnie ograniczone pod koniec 2013 r.¹⁵ W kierunku wzrostu podaży ropy oddziałuje natomiast dalszy szybki wzrost jej produkcji z łupków w Stanach Zjednoczonych i oczekiwania na kontynuację tej tendencji w najbliższych latach. Względna stabilizacja cen ropy na początku 2014 r. może natomiast odzwierciedlać przekonanie uczestników rynku o gotowości kluczowych producentów OPEC do zmniejszenia wydobycia ropy, w obliczu sygnałów słabszego od oczekiwań ożywienia wzrostu gospodarczego na świecie.

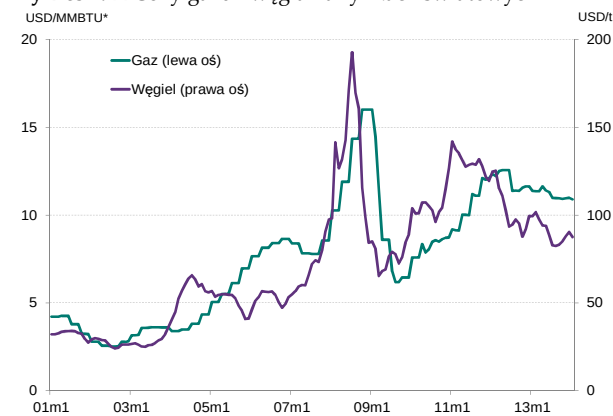
Ceny gazu kształtowały się w ostatnich miesiącach na stabilnym poziomie. Z kolei ceny węgla w IV kw. 2013 r. wzrosły, do czego mogła przyczynić się zapowiedź chińskich władz o zamknięciu małych kopalń węgla (Wykres 1.22)¹⁶.

Wykres 1.21 Ceny ropy naftowej Brent w USD i PLN



Źródło: Dane Departamentu Energii USA, obliczenia NBP.

Wykres 1.22 Ceny gazu i węgla na rynkach światowych



Źródło: Dane MFW.

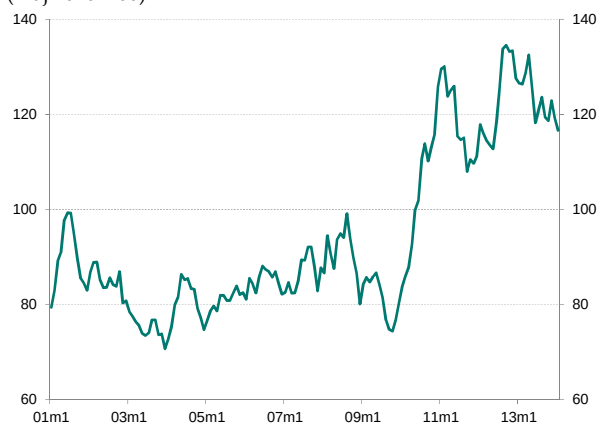
* MMBTU - Million British Thermal Unit; 1 BTU to ilość energii potrzebna do podniesienia temperatury jednego funta wody o jeden stopień Fahrenheita.

¹⁵ Problemy z wydobywaniem ropy w Libii zaczęły się już w czerwcu ub. r. Sytuacja znacznie się pogorszyła w sierpniu ub. r., a w listopadzie i grudniu produkcja libijskiej ropy spadła praktycznie do zera.

¹⁶ 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.

Indeks cen żywności na rynkach światowych w ostatnich miesiącach nie zmienił się istotnie, choć zmiany cen poszczególnych surowców rolnych były różnokierunkowe (Wykres 1.23). W kierunku obniżenia się części cen oddziaływały korzystne warunki agrometeorologiczne w większości krajów i związany z nimi wzrost podaży niektórych produktów rolnych¹⁷. Tańsze pasze przełożyły się z kolei na niższe koszty produkcji zwierzęcej i silne obniżenie się cen mięsa. Równocześnie jednak obawy o poziom produkcji pszenicy w Argentynie oraz rejonie Morza Czarnego w połączeniu z rosnącym importem pszenicy ze strony Chin doprowadziły do wzrostu jej cen¹⁸. Rosnący popyt z Chin podtrzymuje także wzrosty cen mleka¹⁹.

Wykres 1.23 Indeks cen surowców rolnych (ICSR) w EUR (maj 2010=100)*



Źródło: Dane Bloomberg, Reuters, obliczenia NBP.

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

¹⁷ Obniżyły się w szczególności ceny rzepaku, cukru i kawy.

¹⁸ Ze względu na występujące w Afryce Zachodniej susze wzrosły także ceny kakao, choć w znacznie mniejszym stopniu niż ceny pszenicy.

¹⁹ Ceny odtuszczonego mleka w proszku rosły w listopadzie i grudniu 2013 r., pozostając pod presją rosnącego popytu z Chin.

2 Gospodarka krajowa

2.1 Procesy inflacyjne

2.1.1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

W IV kw. 2013 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce utrzymała się na niskim poziomie (0,7% r/r w grudniu; Wykres 2.1)²⁰.

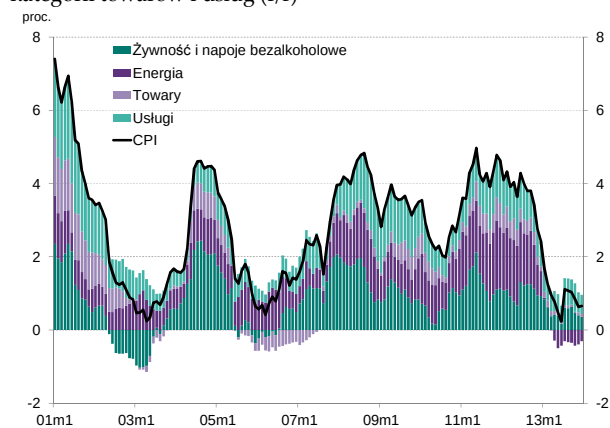
Niskiej inflacji sprzyjała nadal ujemna dynamika cen energii, będąca efektem wcześniejszych obniżek taryf na gaz ziemny i energię elektryczną oraz spadku cen paliw. W warunkach braku presji popytowej w dalszym ciągu niska pozostawała też dynamika cen towarów. Jednocześnie osłabiła się dynamika cen żywności, co było związane głównie z korzystną sytuacją podażową na rynkach większości surowców rolnych. Do nieznacznego obniżenia inflacji pod koniec 2013 r. przyczyniło się również spowolnienie wzrostu cen usług (por. rozdz. 2.1.2 *Inflacja bazowa*).

Ponadto słaba presja kosztowa w gospodarce nadal sprzyjała niskiej inflacji. Wskazuje na to pogłębienie się spadku cen produkcji sprzedanej przemysłu (por. rozdz. 2.1.3 *Ceny produkcji sprzedanej przemysłu*).

2.1.2 Inflacja bazowa

Od publikacji poprzedniego *Raportu* wszystkie analizowane miary inflacji bazowej obniżyły się (Wykres 2.2). Wskaźnik inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii spadł z 1,3% we wrześniu ub. r. do 1,0% w grudniu ub. r.

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)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CPI (%)	2,1	1,0	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9
Żywność i napoje bezalkohol. (pkt proc.)	0,6	0,2	1,3	1,6	1,0	0,7	1,3	1,0	0,5
Energia (pkt proc.)	0,8	0,8	0,6	1,3	0,8	1,0	1,5	1,4	-0,3
Towary (pkt proc.)	0,1	-0,4	0,0	0,2	0,4	0,3	0,5	0,4	0,1
Usługi (pkt proc.)	0,6	0,4	0,7	1,2	1,2	0,6	1,0	0,9	0,6

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.

²⁰ Według wstępnych danych GUS, w styczniu 2014 r. inflacja pozostała na poziomie 0,7% r/r. Dane o inflacji w styczniu br. mogą zostać zrewidowane w następstwie zmiany wag w koszyku CPI przeprowadzanej na początku każdego roku. Ze względu na wstępny charakter danych GUS nie opublikował informacji o zmianach cen wszystkich składowych koszyka konsumpcyjnego. W związku z tym pogłębiona analiza styczniowych zmian cen w poszczególnych grupach zostanie przedstawiona w następnym *Raporcie*.

Obniżenie się inflacji bazowej w analizowanym okresie wynikało z osłabienia dynamiki cen usług. Osłabienie to było efektem przede wszystkim spadku opłat za telefony komórkowe oraz telewizję kablową i cyfrową (promocja wprowadzona przez operatorów telewizyjnych; Wykres 2.3).

2.1.3 Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

W IV kw. 2013 r. dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) pozostała ujemna (wyniosła -1,3% r/r wobec -1,1% r/r w poprzednim kwartale), co wskazuje na utrzymywanie się niskiej presji kosztowej w gospodarce (Wykres 2.4)²¹. Do spadku dynamiki wskaźnika PPI w IV kw. ub. r. przyczyniła się nieznaczna aprecjacja złotego w ujęciu rocznym.

Aprecjacja sprzyjała silniejszemu obniżeniu dynamiki cen producenta na rynku dóbr eksportowanych niż na rynku krajowym. Importochłonność sektora eksportowego, a tym samym wrażliwość cen w tym sektorze na zmianę kursu złotego, jest bowiem większa niż w sektorze produkującym na rynek wewnętrzny. Wskaźnik PPI eksportu obniżył się z -0,8% r/r w III kw. ub. r. do -1,1% r/r w IV kw. ub. r., a PPI krajowy – odpowiednio z -1,3% r/r do -1,5% r/r.

2.1.4 Ceny importu

Spadek cen towarów importowanych wyrażonych w złotych – obserwowany od IV kw. 2012 r. – w III kw. 2013 r. wyhamował (Wykres 2.5). Ceny importu obniżyły się w III kw. ub. r. zaledwie o 0,1% r/r (wobec spadku o 1,5% r/r w poprzednim kwartale).

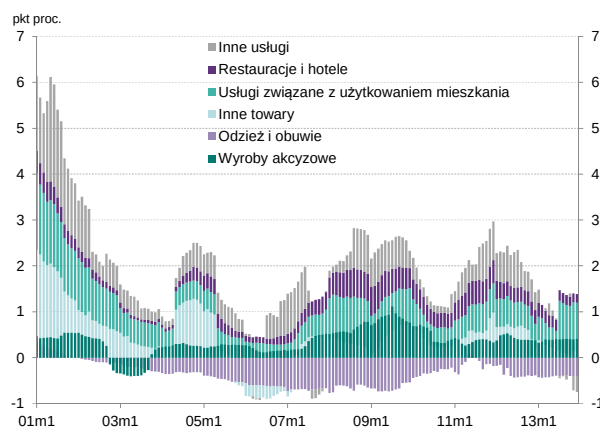
Wyhamowanie spadku cen importu było związane ze wzrostem rocznej dynamiki cen towarów importowanych wyrażonych w dolarach (głównie paliw). Z kolei silniejszy niż rok wcześniej kurs

Wykres 2.2 Wskaźniki inflacji bazowej (r/r)



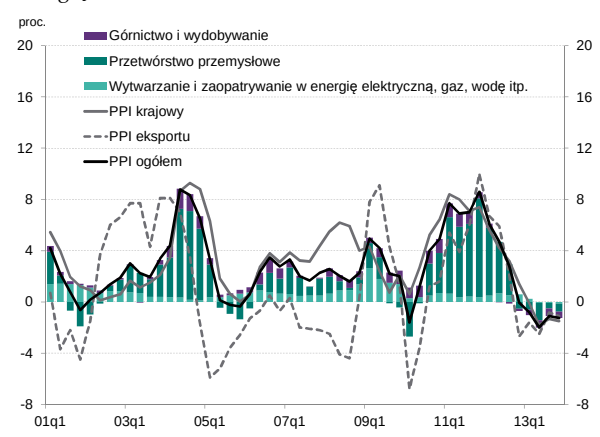
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.3 Struktura inflacji bazowej (r/r)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.4 Struktura rocznej dynamiki PPI według sekcji przemysłu, PPI krajowy i eksportu oraz z wył. dóbr związanych z energią



Źródło: Dane GUS.

²¹ W styczniu 2014 r. PPI wzrósł do -0,9% r/r wobec -1,0% r/r w poprzednim miesiącu.

złotego oddziaływał w kierunku utrzymania ujemnej dynamiki tych cen.

2.1.5 Oczekiwania inflacyjne

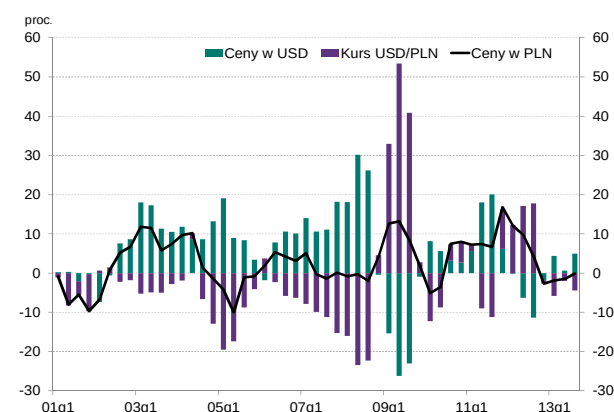
Od poprzedniego *Raportu* oczekiwania analityków sektora finansowego dotyczące inflacji w horyzoncie 12 miesięcy utrzymywały się nieznacznie poniżej celu inflacyjnego, kształtując się w lutym br. na poziomie 2,3% (Wykres 2.6)²². Jednocześnie ich prognozy inflacji średniorocznej w 2014 r. stopniowo się obniżały – z 2,1% w październiku ub. r. do 1,6% w lutym br., podczas gdy prognozy inflacji średniorocznej w 2015 r. pozostały na poziomie 2,5%. Również na 2016 r. analitycy finansowi prognozowali inflację średnioroczną na poziomie 2,5%.

Na podobną oczekiwaną inflację średnioroczną w 2014 r. i 2015 r. wskazują też wyniki Ankiety Makroekonomicznej NBP z grudnia ub. r.²³ Mediana probabilistycznej prognozy zagregowanej na 2014 r. – zgodnie z tą ankietą – wynosi 1,7%, a na 2015 r. 2,4% (Tabela 2.2)²⁴.

Oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw w horyzoncie 12 miesięcy utrzymują się na niskim poziomie. Po wzroście w III kw. ub. r. do 0,9%, w IV kw. ub. r. obniżyły się one do 0,7%. Spadek oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw wynikał głównie ze zmiany bieżącej inflacji znanej im w momencie przeprowadzania badania²⁵.

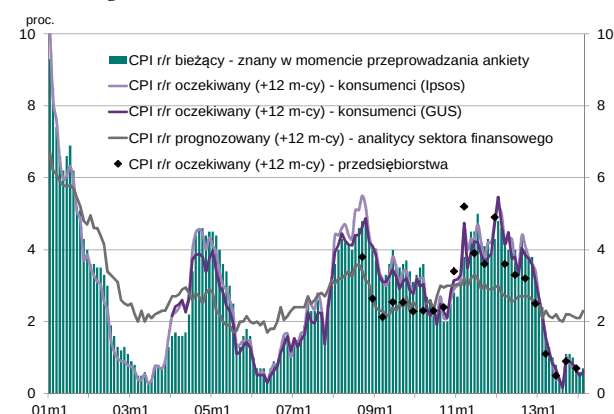
Niskie pozostają również oczekiwania inflacyjne konsumentów. Po wzroście do 0,9% r/r w

Wykres 2.5 Struktura rocznej dynamiki cen importu wyrażonych w złotych



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



Źródło: Dane Ipsos, GUS, Reuters, NBP.

Dla konsumentów i przedsiębiorstw – miara zbieżności.

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

Horyzont	Mediana rozkładu zagregowanego	Przedział 50%	Przedział 90%	Prawdopodobieństwo przedziału 1,5-3,5%
2014	1,7	1,3 - 2,2	0,2 - 3,1	61%
2015	2,4	1,8 - 3,0	0,5 - 4,5	69%

Źródło: Ankieta Makroekonomiczna NBP z grudnia 2013 r.

²² Począwszy od bieżącego *Raportu* prognozy analityków sektora finansowego są mierzone ich medianą, która jest mniej wrażliwa na zmiany liczby uczestników ankiety niż dotychczas stosowana średnia z prognoz indywidualnych.

²³ 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>

²⁴ Mediana probabilistycznej prognozy zagregowanej powstaje w wyniku agregacji indywidualnych prognoz przedziałowych ankietowanych ekspertów.

²⁵ Pytanie ankietowe adresowane do przedsiębiorstw jest formułowane w odniesieniu do bieżącej inflacji. W ostatnim badaniu brzmiało ono następująco: „W październiku br. wskaźnik CPI (inflacja) wyniósł 0,8% 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”.

październiku ub. r., w kolejnych miesiącach – w ślad za spadkiem bieżącej inflacji – oczekiwania te stopniowo się obniżały. W lutym br. oczekiwania konsumentów wyniosły 0,6% r/r²⁶.

2.2 Popyt i produkcja

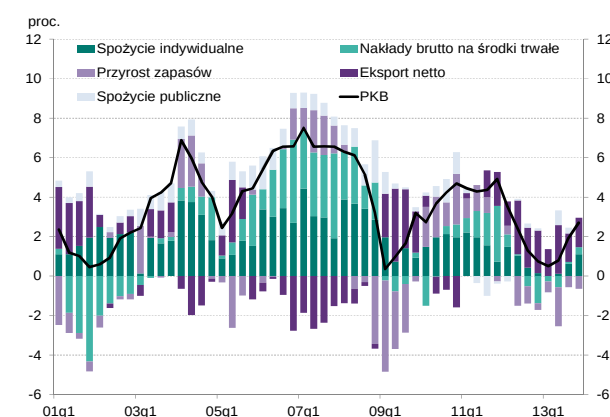
W II połowie 2013 r. wzrost gospodarczy w Polsce w dalszym ciągu stopniowo przyspieszał. Roczne tempo wzrostu PKB wyniosło 1,9% w III kw. i 2,7% w IV kw. (wobec 0,8% r/r w II kw. ub. r.; Wykres 2.7, Tabela 2.3). Również w ujęciu kwartalnym dynamika PKB przyspieszyła i wyniosła 0,9% kw/kw w III kw. ub.r. i 0,8% kw/kw IV kw. ub. r. (wobec 0,6% kw/kw w II kw. ub. r.; dane po usunięciu wpływu wahań sezonowych, szacunki NBP).

Do przyspieszenia wzrostu PKB w II połowie 2013 r. przyczynił się – po raz pierwszy od I kw. 2012 r. – wzrost popytu krajowego. Był on związany z niewielkim ożywieniem popytu konsumpcyjnego oraz nieznacznym wzrostem inwestycji. Towarzyszyło temu zmniejszenie ujemnego wkładu zapasów do wzrostu PKB. Nadal głównym motorem wzrostu gospodarczego był eksport netto, choć jego wkład do wzrostu PKB był niższy niż w poprzednich kwartałach.

2.2.1 Popyt konsumpcyjny

Po stagnacji w I połowie 2013 r., w II połowie ub. r. nastąpiło ożywienie popytu konsumpcyjnego. Dynamika spożycia indywidualnego wyniosła 1,0% r/r w III kw. i 2,1% r/r w IV kw. (wobec 0,2% r/r w II kw. ub. r.; Wykres 2.8), pozostając poniżej wieloletniej średniej. Według szacunków NBP, spożycie indywidualne w ujęciu kwartalnym po

Wykres 2.7 Wzrost PKB wraz z jego strukturą



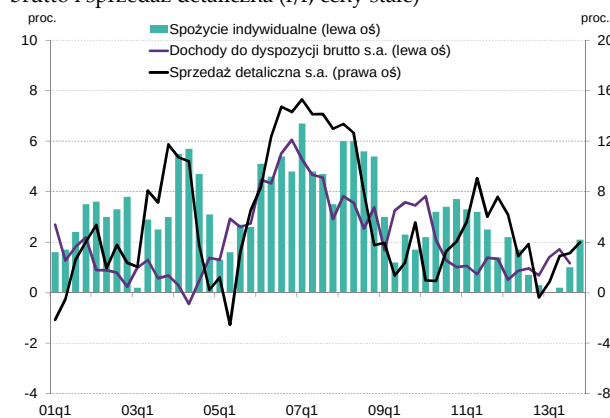
Źródło: Dane GUS.

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

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

Źródło: Dane GUS.

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



Źródło: Dane GUS, obliczenia i szacunki NBP.

²⁶ Począwszy od bieżącego Raportu podstawą wyznaczania miary oczekiwań inflacyjnych konsumentów w horyzoncie 12 miesięcy będą dane z ankiety GUS. Do końca 2013 r. NBP wykorzystywał dane ankietowe dostarczane przez firmę Ipsos (wcześniej: Ipsos-Demoskop, Demoskop), która dysponowała najdłuższymi szeregami danych ankietowych dotyczących oczekiwań inflacyjnych polskich konsumentów. Jednak od początku 2014 r. firma Ipsos zaprzestała prowadzenia badań konsumenckich, z których uzyskiwane były te dane. Zmiana źródła danych ankietowych nie ma wpływu na ocenę oczekiwań inflacyjnych konsumentów, gdyż dotychczasowe kształtowanie się obu miar oczekiwanej inflacji było bardzo zbliżone (Wykres 2.6; por. <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/oczekiwania/oczekiwania.html>).

wzroście w III kw. 2013 r. (do 0,5% kw/kw wobec 0,2% kw/kw w poprzednim kwartale; po usunięciu wpływu wahań sezonowych) nieco spowolniło w IV kw. (do 0,2% kw/kw).

Na ożywienie konsumpcji wskazuje także przyspieszenie dynamiki sprzedaży detalicznej w III i IV kw. 2013 r.²⁷

Popyt konsumpcyjny II połowie 2013 r. był wspierany przez nieznaczne przyspieszenie dynamiki płac w gospodarce oraz niewielki wzrost zatrudnienia (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*)²⁸. W kierunku ożywienia spożycia oddziaływała także dalsza poprawa nastrojów konsumenckich (Wykres 2.9) oraz złagodzenie kryteriów przyznawania kredytów konsumpcyjnych przez banki. Jednocześnie utrzymujące się podwyższone bezrobocie ograniczało wzrost popytu konsumpcyjnego.

2.2.2 Popyt inwestycyjny

W II połowie 2013 r. – po trwającym rok spadku – nastąpił nieznaczny wzrost inwestycji w gospodarce. Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe wyniosła 0,6% w III kw. i 1,3% w IV kw. (wobec -3,2% r/r w II kw. 2013 r.). Również w ujęciu kwartalnym inwestycje przyspieszyły (w III kw. ich dynamika wyniosła 1,0% kw/kw, a w IV kw. 0,2% kw/kw, wobec -0,5% kw/kw w II kw. 2013 r.; dynamika po usunięciu wpływu wahań sezonowych, szacunki NBP).

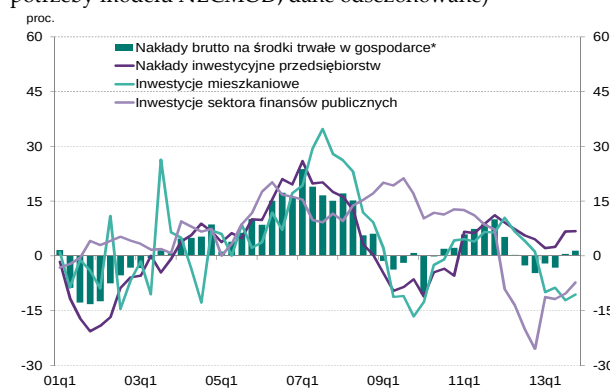
Według szacunków NBP, wzrost inwestycji w gospodarce w II połowie 2013 r. był efektem zwiększenia inwestycji przedsiębiorstw (Wykres 2.10)²⁹. Było ono prawdopodobnie związane z

Wykres 2.9 Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: Dane GUS.

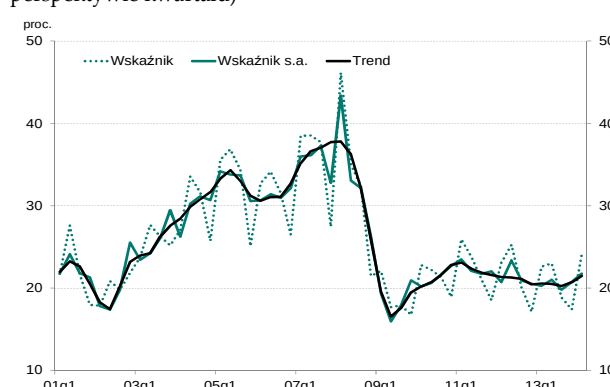
Wykres 2.10 Inwestycje w gospodarce (r/r, szacunki NBP na potrzeby modelu NECMOD; dane odsezonowane)



Źródło: Szacunki NBP.

*Dane GUS (dane nieodsezonowane).

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



Źródło: Badania koniunktury NBP.

²⁷ 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.

²⁸ Wzrost realnych wynagrodzeń wspierała niska inflacja.

²⁹ Przyspieszenie inwestycji przedsiębiorstw potwierdzają także wyniki badania GUS F-01/I-01 za III kw. 2013 r. Zgodnie z danymi GUS przedsiębiorstwa zwiększały inwestycje we wszystkich grupach rodzajowych nakładów. Najsilniej wzrosły nakłady na środki

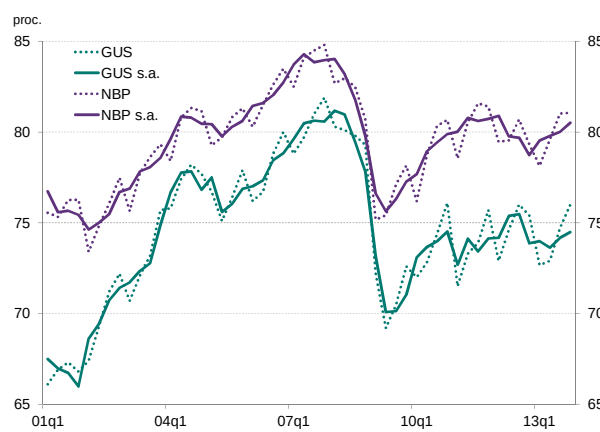
dalszą stopniową poprawą koniunktury. Równocześnie spowolnił nieco spadek inwestycji sektora finansów publicznych oraz inwestycji mieszkaniowych. Wciąż znacząco słabsza aktywność inwestycyjna sektora publicznego w porównaniu z sektorem przedsiębiorstw związana jest z kontynuacją działań mających na celu ograniczenie nierównowagi fiskalnej. Z kolei brak wyraźnego ożywienia inwestycji gospodarstw domowych był prawdopodobnie związany z jedynie powolną poprawą ich sytuacji ekonomicznej.

Jednocześnie poprawiły się perspektywy aktywności inwestycyjnej firm w kolejnych kwartałach. Stopniowo zwiększał się stopień wykorzystania mocy produkcyjnych (Wykres 2.12). Towarzyszyła temu poprawa oczekiwań firm dotyczących przyszłego popytu, zamówień oraz produkcji, widoczna w badaniach koniunktury NBP³⁰. Przedsiębiorstwa przewidują obecnie ożywienie inwestycji, co widoczne jest zwłaszcza w ich planach rocznych. Plany te pokazują zarówno wzrost udziału inwestorów rozpoczynających nowe inwestycje, jak i zdecydowane przyspieszenie wzrostu rocznych nakładów ogółem. Wskaźnik nowych inwestycji, tj. udział przedsiębiorstw planujących rozpoczęcie nowych inwestycji w perspektywie kwartału, również nieco wzrósł (Wykres 2.11).

2.2.3 Popyt sektora finansów publicznych

Na sytuację finansów publicznych w 2013 r. istotny wpływ miała niska dynamika popytu krajowego, która w szczególności przyczyniła się do obniżenia dochodów podatkowych sektora finansów publicznych (Wykres 2.14). Jednocześnie kontynuowane były działania dostosowawcze, ograniczające tempo wzrostu wydatków

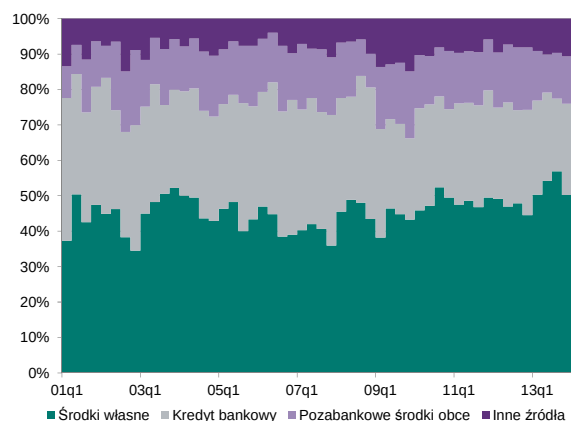
Wykres 2.12 Wykorzystanie mocy produkcyjnych w przemyśle (GUS) oraz w sektorze przedsiębiorstw (NBP)



Źródło: Dane GUS, badania koniunktury NBP.

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

Wykres 2.13 Główne źródło finansowania noworozpoczynanych inwestycji (% respondentów deklarujących dane źródło)



Źródło: Badania koniunktury NBP.

transportu, wyraźnie – choć wolniej niż wydatki na środki transportu – zwiększyły się także nakłady na budynki i budowlę. Niewielki, ale dodatni, wzrost odnotowano również w przypadku inwestycji w maszyny i urządzenia.

³⁰ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2013 r. oraz prognoz na I kw. 2014 r., NBP.

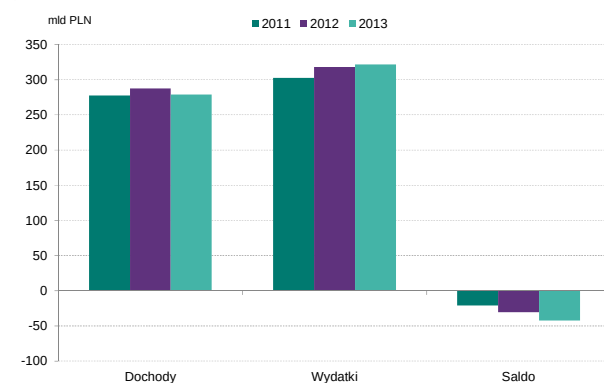
publicznych. Skala spadku dochodów była jednak na tyle duża, że pomimo tych działań nastąpił wzrost deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych (do poziomu ponad 4% PKB).

Według wstępnych danych, deficyt budżetu państwa w 2013 r. wyniósł 42,5 mld zł, a zatem był wyższy od odnotowanego w 2012 r. (30,4 mld zł). Deficyt był także wyższy od poziomu zaplanowanego w *Ustawie budżetowej na rok 2013* przed jej nowelizacją (35,6 mld zł). Pogorszenie salda budżetowego wynikało ze spadku dochodów ogółem budżetu państwa o 3,0% r/r (realizacja dochodów na poziomie zaplanowanym w ustawie budżetowej przed nowelizacją miała się natomiast przełożyć na ich wzrost o 4,1% r/r). Jednocześnie wzrost wydatków był niewielki i wyniósł zaledwie 1,1% r/r³¹.

Według wstępnych danych, jednostki samorządu terytorialnego zanotowały w 2013 r. deficyt w wysokości 0,05 mld zł, tj. o 2,99 mld zł niższy niż w 2012 r. Poprawa salda w znacznym stopniu związana była z ograniczeniem tempa wzrostu wydatków samorządów do 1,8% r/r. Według statystyki pieniężnej NBP, w 2013 r. samorządy nieco zmniejszyły swoje zadłużenie w sektorze bankowym (o niecałe 0,1 mld zł), podczas gdy w 2012 r. zadłużenie to wzrosło (o 2,0 mld zł).

W 2013 r. wyraźnie zwiększył się natomiast niedobór Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Różnica pomiędzy przychodami ze składek, a wydatkami na świadczenia była bowiem w większym stopniu niż w poprzednich latach finansowana pożyczką z budżetu państwa, a w mniejszym dotacją budżetową. Stan zadłużenia FUS wobec budżetu państwa wzrósł w 2013 r. o 12,0 mld zł, wobec przyrostu o 3,0 mld zł w 2012 r. Ponadto w ub. r. niedobór FUS ponownie był finansowany także środkami z Funduszu Rezerwy Demograficznej (2,5 mld zł). W 2013 r.

Wykres 2.14 Realizacja budżetu państwa w okresie styczeń-grudzień



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów.

³¹ Biorąc pod uwagę poziom wydatków zapisany w ustawie budżetowej przed nowelizacją, wzrost wydatków miał wynieść 5,3% r/r.

pogorszyło się również saldo Funduszu Pracy. Z kolei Narodowy Fundusz Zdrowia odnotował nieco większą nadwyżkę niż w 2012 r.

W 2014 r. na stan finansów publicznych istotnie wpłyną uchwalone zmiany w funkcjonowaniu kapitałowego systemu emerytalnego. Przeniesienie obligacji rządowych z portfeli otwartych funduszy emerytalnych (OFE) do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (ZUS), a następnie ich umorzenie, przyczyni się do obniżenia relacji państwowego długu publicznego do PKB o ok. 7,6 pkt proc., podczas gdy relacja zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB zmniejszy się o ok. 8,5 pkt proc. W związku ze zmianą w 2014 r. metodologii rachunków narodowych transakcja ta nie będzie miała jednak bezpośredniego wpływu na saldo sektora finansów publicznych³². Efekt na saldo sektora będzie natomiast wynikał z trwałego spadku kosztów obsługi długu (o ok. 0,3 pkt proc. PKB) i z możliwego wystąpienia części ubezpieczonych z OFE³³. Spadek kosztów obsługi długu publicznego i wzrost dochodów ze składek odprowadzanych za osoby, które wystąpią z OFE, w połączeniu ze spodziewanym stopniowym ożywieniem gospodarczym, będą stanowiły główne źródło oczekiwanego w 2014 r. ograniczenia nierównowagi fiskalnej.

Ramka 3. Sekwencja konsolidacji fiskalnych – wnioski z literatury

Wzrost długu publicznego do historycznie wysokich poziomów, jaki nastąpił w większości krajów rozwiniętych w czasie światowego kryzysu gospodarczego, i związany z tym wzrost ryzyka niewypłacalności niektórych krajów spowodował konieczność podjęcia dostosowań fiskalnych o wyjątkowo dużej skali, których celem miało być zmniejszenie wielkości zadłużenia publicznego oraz tempa jego narastania. Zazwyczaj jednak dostosowania te są dokonywane w niesprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym. Obserwowany obecnie w wielu krajach proces delewarowania sektora prywatnego oraz jednocześnie prowadzenie dostosowań fiskalnych przez większość dużych gospodarek rozwiniętych, ogranicza możliwości zrekompensowania malejącego popytu

³² Zgodnie z aktualnie obowiązującym w krajach UE systemem rachunków narodowych ESA95, wspomniany transfer aktywów jest rejestrowany jako dochód sektora instytucji rządowych i samorządowych, co implikowałoby wystąpienie w 2014 r. jednorazowej nadwyżki tego sektora rzędu 4%-5% PKB. Jednak od września 2014 r. zacznie funkcjonować nowy system rachunków narodowych – ESA 2010 – zgodnie z którym ten jednorazowy wpływ na saldo finansów publicznych nie występuje.

³³ Składki odprowadzane za osoby, które wystąpią z OFE, będą bowiem od tej pory stanowiły dochód sektora instytucji rządowych i samorządowych.

rządowego wzrostem innych składników popytu krajowego oraz eksportu netto. W tych warunkach szczególne znaczenie ma właściwe rozłożenie w czasie procesu dostosowań fiskalnych, tak aby z jednej strony ograniczyć skalę ich negatywnego wpływu na tempo wzrostu gospodarczego w krótkim i średnim okresie, a z drugiej zapewnić, by polityka fiskalna była postrzegana przez podmioty gospodarcze jako wiarygodna i zapewniająca wypłacalność rządu.

Głównym argumentem przemawiającym za, przynajmniej częściowym odłożeniem w czasie zacieśnienia fiskalnego w obecnych warunkach, jest zmienność wysokości mnożnika fiskalnego³⁴ w czasie i jego wyższy poziom w warunkach spowolnienia gospodarczego³⁵. Wysokie wartości mnożnika fiskalnego mogą powodować, że w krótkim okresie zacieśnienie fiskalne, poprzez osłabienie dynamiki PKB, będzie powodowało wzrost relacji długu publicznego do PKB, a nie jej zmniejszenie. Oznacza to, że zacieśnienie może przynosić skutek odwrotny od zamierzonego (ang. *self-defeating austerity*). Decyzja o przyjęciu określonej sekwencji konsolidacji fiskalnej powinna brać pod uwagę, że występujące obecnie czynniki, które są przyczyną podwyższonych wartości mnożników mają w znacznym stopniu charakter przejściowy. Najważniejsze z tych czynników to zerowy poziom stóp procentowych i generalnie obniżona skuteczność polityki pieniężnej (Fisher 2011), zaburzenia w funkcjonowaniu systemu finansowego (Corsetti i in. 2012a), występowanie niewykorzystanych mocy produkcyjnych (Auerbach, Gorodnichenko 2012), oraz jednoczesne przeprowadzanie konsolidacji fiskalnej przez wiele krajów. Wraz z ustąpieniem działania tych czynników wartości mnożników fiskalnych dla poszczególnych krajów prawdopodobnie obniżą się, co oznacza, że kontynuacja działań konsolidacyjnych będzie wiązała się z ich mniejszym kosztem w postaci obniżenia dynamiki PKB. Planując te działania, należy jednak mieć na uwadze, że moment obniżenia się mnożników jest trudny do przewidzenia. Batini i in. (2012) wykorzystali szacunki mnożników fiskalnych w czasie recesji i ekspansji do symulacji efektów zacieśnienia fiskalnego w USA, Japonii i strefie euro. Uzyskane wyniki wskazują, że rozłożenie konsolidacji na dłuższy okres, ogranicza dług publiczny w takim samym lub większym stopniu jak konsolidacja dokonana w początkowym okresie recesji, a niesie ze sobą niższe koszty gospodarcze. Różnica ta staje się większa, gdy początkowe warunki są szczególnie niesprzyjające (wysoki poziom długu publicznego i jego oprocentowania). Wyniki są odmienne, gdy rynki finansowe w swoich ocenach dotyczących ryzyka kredytowego w większym stopniu kierują się wartością wyniku strukturalnego niż poziomem długu publicznego.

Wpływ zacieśnienia fiskalnego na gospodarkę dokonuje się również poprzez efekt histerezy, czyli trwałego obniżenia możliwości produkcyjnych gospodarki w następstwie krótkotrwałych szoków (m.in. DeLong, Summers 2012). Zjawisko to jest związane w szczególności z utrwaleniem bezrobocia wśród osób długo pozostających bez pracy. Możliwość pojawienia się efektów histerezy stanowi dodatkowy argument przemawiający za rozłożeniem w czasie dostosowań fiskalnych. Badanie Bagaria i in. (2012) dla Wielkiej Brytanii wskazuje, że w takich warunkach negatywne efekty konsolidacji mogą być obecne 2-4 lata dłużej niż w przypadku przeprowadzenia zacieśnienia budżetowego w okresie o ustabilizowanej sytuacji gospodarczej.

Zasadniczą przeszkodą dla rozłożenia procesu dostosowań fiskalnych w czasie, nawet przy prawdopodobnym obniżeniu się mnożnika w przyszłości, może być brak zaufania rynków finansowych co do wypełnienia przez rząd planów konsolidacyjnych lub wręcz wypłacalności państwa. W takiej sytuacji, konsolidacja skupiona w pierwszych okresach może przyczynić się do poprawy wiarygodności polityki fiskalnej i poprzez spadek kosztów obsługi długu przynieść korzyści dla stanu gospodarki i finansów publicznych (Rawdanowicz, 2012). Taka sekwencja dostosowań fiskalnych jest uzasadniona zwłaszcza w szczególnym przypadku oczekiwania

³⁴ Mnożnik fiskalny jest relacją zmiany PKB w stosunku do wielkości działań fiskalnych, które ją powodują.

³⁵ Zagadnienie to zostało szerzej omówione w Ramce 2. *Wpływ zacieśnienia fiskalnego na dynamikę PKB przy obecnych uwarunkowaniach* w Raporcie o inflacji – lipiec 2013 r.

wydłużonego okresu obniżonej skuteczności polityki pieniężnej i silnego oddziaływania ryzyka niewypłacalności długu publicznego na dług prywatny³⁶ (tzw. *sovereign risk spillovers*). W sytuacji gdy presja rynków finansowych jest wysoka, korzyści płynące z obniżenia stopy oprocentowania długu publicznego w efekcie podejmowanych działań dostosowawczych mogą przeważać nad ich negatywnym wpływem na bieżący popyt (Corsetti i in. 2012b). W przypadku wysokich wartości relacji długu do PKB, konsolidacja fiskalna może skutkować pojawieniem się korzystnego efektu majątkowego w sektorze prywatnym (Perotti 1999). W konsekwencji negatywne skutki zacieśnienia mogą zostać, przynajmniej w części, skompensowane zwiększonym, wskutek poprawy oczekiwań, popytem prywatnym. Niektórzy autorzy (np. Alesina i Ardagna, 1998) wskazują także, że szybkie przeprowadzenie dostosowań fiskalnych, nawet o dużej skali, może być politycznie łatwiejsze do zaakceptowania, niż dostosowania rozłożone w czasie. Te ostatnie mogą bowiem doprowadzić do wystąpienia znanego w literaturze efektu „zmęczenia reformami” (ang. *reform fatigue*).

Przedstawione powyżej rozważania teoretyczne znajdują potwierdzenie w literaturze empirycznej analizującej dostosowania realizowane w przeszłości. Barrios i in. (2010) przeprowadzili badanie dostosowań przeprowadzonych w latach 1970-2008 przez 35 krajów rozwiniętych. Wyniki pokazują, że stopniowa konsolidacja ma większe szanse powodzenia³⁷, przy czym silne dostosowania fiskalne są szczególnie nieefektywne w przypadku podjęcia ich w czasie recesji lub niskiego wzrostu gospodarczego. Autorzy stwierdzają również, że w przypadku kryzysu sektora finansowego, konsolidacja powinna zostać przeprowadzona gdy stan sektora bankowego poprawi się (w szczególności jeżeli planowane jest szybkie tempo zacieśnienia finansów publicznych). Wnioski są natomiast odmienne w sytuacji kiedy dług publiczny jest wysoki, zaś stopa procentowa wyraźnie przewyższa tempo wzrostu potencjalnego, co oznacza występowanie efektu tzw. kuli śniegowej³⁸. W takiej sytuacji bardziej skuteczne okazuje się skupienie większości działań w początkowym okresie. Podobne wyniki prezentowane są w opracowaniu Pennings i Perez Ruiz (2013), które również pokazuje, że rozłożenie dostosowań fiskalnych w czasie może ograniczyć ich negatywny wpływ na wzrost gospodarczy. Jednocześnie autorzy stwierdzają, że w analizowanej próbie wysoki poziom długu publicznego mógł być jednym z czynników skłaniających do podejmowania dostosowań skoncentrowanych w początkowym okresie. Z kolei Baldacci i in. (2013) analizują dostosowania fiskalne realizowane w warunkach występowania ograniczeń w dostępie do kredytu dla sektora prywatnego i potwierdzają, że dostosowania te powinny być stopniowe, ponieważ niższy popyt sektora publicznego nie może być skompensowany popytem sektora prywatnego.

Czynnikiem, który może zwiększyć wiarygodność planów konsolidacyjnych i wyznaczonych przez rząd celów średniookresowych, a tym samym ułatwić rozłożenie w czasie dostosowań fiskalnych, są reguły i instytucje fiskalne. Wpływ reguł fiskalnych na ocenę ryzyka niewypłacalności przez rynki finansowe został potwierdzony w badaniu Iara i Wolff (2010), które stwierdza, że reguły przyczyniają się do obniżenia rentowności obligacji skarbowych, szczególnie w okresach zwiększonej awersji do ryzyka na rynkach finansowych. W okresie ostatnich kilku lat szereg krajów wprowadził nowe reguły i instytucje fiskalne lub wzmocniło już istniejące. W ocenie Schaechter i in. (2012), głównym motywem tych działań była chęć zapewnienia wiarygodnej średniookresowej kotwicy dla polityki fiskalnej.

³⁶ Wzrost rentowności długu publicznego może prowadzić do zwiększenia kosztów zadłużania się osób prywatnych, co prowadzi do dalszego pogorszenia się warunków gospodarczych (m.in. Zoli 2013).

³⁷ Na potrzeby tego badania, autorzy zdefiniowali konsolidacje jako udane, jeżeli trzy lata po ich przeprowadzeniu dług publiczny był o co najmniej 5% PKB niższy, niż przed.

³⁸ Chodzi o efekt samoistnego wzrostu relacji długu publicznego do PKB, związanego z różnicą pomiędzy stopą oprocentowania długu, a tempem wzrostu gospodarczego. Siła działania tego efektu jest wprost proporcjonalna do wielkości tej różnicy oraz do wyjściowej relacji długu do PKB.

Argumenty podnoszone w literaturze wskazują, że w warunkach spowolnienia gospodarczego i trwającego procesu delewarowania sektora prywatnego, dostosowania fiskalne powinny być rozłożone w czasie. Ograniczyłoby to ich negatywny wpływ na wzrost gospodarczy, przez co w niektórych przypadkach mogłoby sprzyjać szybszemu przywróceniu tendencji spadkowej relacji zadłużenia publicznego do PKB. Taka strategia wiąże się jednak z ryzykiem, w szczególności jeśli rynki finansowe postrzegają poziom długu publicznego jako wysoki i gdy deklaracje przeprowadzenia dostosowań fiskalnych w przyszłości nie są odbierane jako wiarygodne. W takiej sytuacji odkładanie działań konsolidacyjnych może doprowadzić do wzrostu rentowności skarbowych papierów wartościowych, przyspieszając narastanie długu publicznego. Planowanie stopniowego zacieśnienia fiskalnego jest obecnie dodatkowo utrudnione przez podwyższoną niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarczego oraz obniżenia wysokości mnożników fiskalnych w przyszłości. W tych warunkach ścieżka konsolidacji fiskalnej musi być dostosowana do sytuacji poszczególnych krajów i ograniczeń, które napotykają. Dlatego też w wyniku presji rynkowej, pod jaką znalazły się tzw. kraje peryferyjne strefy euro, w ich przypadku zacieśnienie fiskalne było w większym stopniu skoncentrowane w pierwszych latach po kryzysie; zwłaszcza w sytuacji, gdy ich banki centralne (w przeciwieństwie do banków centralnych innych krajów) nie mogły interweniować na wtórnym rynku obligacji. Tymczasem inne państwa rozwinięte, w szczególności USA i Japonia, ciesząc się zaufaniem rynków i mając możliwość interweniowania na wtórnym rynku obligacji miały większe możliwości rozłożenia dostosowań fiskalnych w czasie, co ilustruje Wykres R.3.1³⁹.

Wykres R.3.1 Wielkość dostosowań fiskalnych w krajach rozwiniętych

zmiana pierwotnego salda strukturalnego
w % potencjalnego PKB



Źródło: Dane OECD.

Literatura:

- Alesina A., Ardagna S. (1998), *Tales of fiscal adjustment*; Economic Policy, CEPR & CES & MSH, vol. 13(27), pages 487-545, October.
- Auerbach A.J., Gorodnichenko Y. (2012), *Fiscal Multipliers in Recession and Expansion*; w: *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research.
- Bagaria N., Holland D., van Reenen J. (2012), *Fiscal Consolidation During a Depression*; Centre for Economic Performance Special Paper Nr 27.
- Baldacci E., Gupta S., Mulas-Granados C. (2013), *Debt Reduction, Fiscal Adjustment, and Growth in Credit-Constrained Economies*; IMF Working Paper WP/13/238.
- Barrios S., Langedijk S., Pench L. (2010), *EU Fiscal Consolidation after the Financial Crisis. Lessons from Past Experiences*; European Economy, Economic Papers 418.
- Batini N., Callegari G., Melina G. (2012), *Successful Austerity in the United States, Europe and Japan*; IMF Working Paper WP/12/190.
- Corsetti G., Meier A., Müller G.J. (2012a), *What Determines Government Spending Multipliers?*; Economic Policy, CEPR & CES & MSH,

³⁹ Zarówno w strefie euro, jak i w innych krajach wysokorozwiniętych, pomimo prowadzonych już od 2010 r. dostosowań fiskalnych, relacja długu publicznego do PKB nadal rośnie. Wynika to z wysokiego wyjściowego poziomu deficytów fiskalnych oraz utrzymującego się niskiego tempa wzrostu gospodarczego, będącego efektem m.in. wspomnianych dostosowań. Aktualne prognozy wskazują, że odwrócenie tendencji wzrostowej tej relacji w krajach wysokorozwiniętych nastąpi najwcześniej w 2015 r.

vol. 27(72), pages 521-565, October

Corsetti G., Kuester K., Meier A., Müller G.J. (2012b), *Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability*; IMF Working Paper WP/12/33.

DeLong, B., Summers L. (2012), *Fiscal Policy in Depressed Economy*; Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012.

Fisher S. (2011). Central Bank Lessons from the Global Crisis. <http://www.bis.org/review/r110414f.pdf>

Pennings S., Pérez Ruiz E. (2013); *Fiscal Consolidations and Growth: Does Speed Matter?*; IMF Working Paper WP/13/230.

Perotti R. (1999), *Fiscal Policy In Good Times And Bad*; The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 114(4), pages 1399-1436, November.

Rawdanowicz, Ł. (2012), *Choosing the Pace of Fiscal Consolidation*; OECD Economics Department Working Papers, Nr 992.

Zoli E. (2013), *Italian Sovereign Spreads: Their Determinants and Pass-through to Bank Funding Costs and Lending Conditions*; IMF Working Paper WP/13/84.

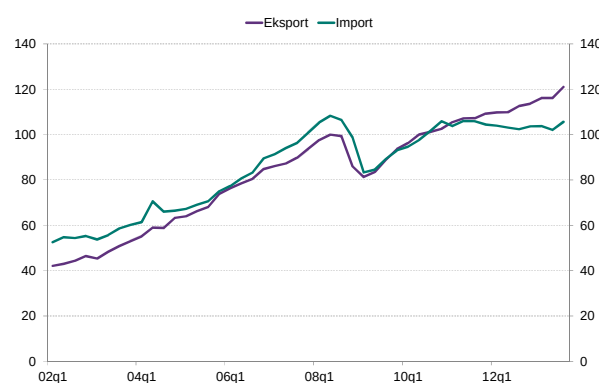
2.2.4 Eksport i import

W III kw. 2013 r. nastąpiło ożywienie w handlu zagranicznym Polski, związane ze stopniową poprawą koniunktury za granicą oraz wzrostem krajowej aktywności gospodarczej (Wykres 2.15). Przyspieszeniu dynamiki eksportu (do 7,5% r/r z 5,7% r/r w II kw. 2013 r.) towarzyszył wzrost importu (o 3,2% r/r wobec spadku o 1,0% r/r w II kw. 2013 r.)⁴⁰.

Do wzrostu dynamiki sprzedaży zagranicznej Polski przyczyniło się przyspieszenie eksportu do strefy euro (do 4,7% r/r wobec 1,7% r/r w II kw. 2013 r.) oraz istotne zwiększenie dynamiki eksportu do krajów UE spoza strefy euro (do 10,8% r/r wobec 6,2% r/r w II kw. ub. r.). Natomiast eksport do krajów spoza UE rósł nieco wolniej niż w poprzednich kwartałach, chociaż jego dynamika pozostała wysoka (10,4% r/r wobec 14,5% r/r w II kw. 2013 r.).

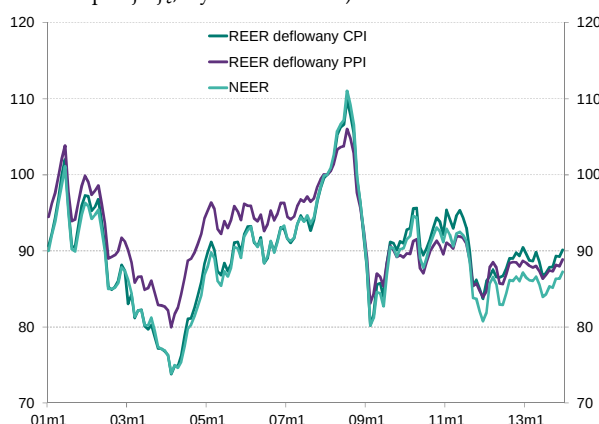
Wyższa dynamika sprzedaży zagranicznej do krajów UE – zarówno będących w strefie euro, jak i pozostających poza nią – wynikała z przyspieszenia eksportu dóbr pośrednich i konsumpcyjnych. Przyspieszeniu eksportu do krajów UE sprzyjało ożywienie popytu wewnętrznego w Unii i związane z tym zwiększenie wymiany handlowej pomiędzy jej krajami.

Wykres 2.15 Realna dynamika polskiego eksportu i importu dóbr (2010=100)



Źródło: Dane Eurostat.

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



Źródło: Dane NBP i Komisji Europejskiej.

⁴⁰ Prezentowane w tym rozdziale dynamiki odnoszą się do zmian wolumenu handlu zagranicznego po usunięciu wpływu wahań sezonowych i efektów kalendarzowych publikowanych przez Eurostat. W okresie październik – listopad 2013 r. wzrost eksportu spowolnił do 4,2% r/r, przy czym obniżenie tempa wzrostu sprzedaży eksportowej notowane było dla wszystkich głównych grup partnerów handlowych Polski. Natomiast dynamika importu w tym okresie utrzymała się na poziomie notowanym w III kw. 2013 r.

W III kw. 2013 r. – po ponad roku spadku – import do Polski ponownie wzrósł. Ożywienie w imporcie było wspierane przez wzrost popytu krajowego (por. rozdz. 2.2. *Popyt i produkcja*) oraz przyspieszenie – charakteryzującej się wysoką importochłonnością – produkcji eksportowej.

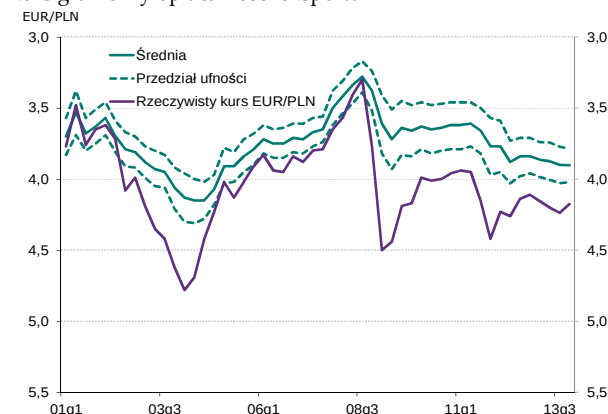
W II połowie 2013 r. nominalny efektywny kurs złotego stopniowo aprecjonował (Wykres 2.16). Jednocześnie zgodnie z badaniami koniunktury NBP, kurs rynkowy złotego wobec euro pozostał słabszy od deklarowanego przez przedsiębiorców kursu granicznego (Wykres 2.17)⁴¹. Nadal wysoka opłacalność eksportu znalazła odzwierciedlenie w niskim odsetku przedsiębiorstw wskazujących kurs walutowy jako barierę rozwoju (odsetek ten utrzymuje się na najniższym w historii badań poziomie).

2.2.5 Produkcja

W II połowie 2013 r. roczna dynamika wartości dodanej brutto wzrosła do 1,8% w III kw. i 2,7% w IV kw. (wobec 0,8% w II kw. ub. r.). Zwiększenie dynamiki było przede wszystkim związane z ograniczeniem spadku wartości dodanej w budownictwie i dalszym niewielkim wzrostem wartości dodanej w przemyśle. Jednocześnie dynamika wartości dodanej brutto w usługach pozostała umiarkowana (Wykres 2.18)⁴².

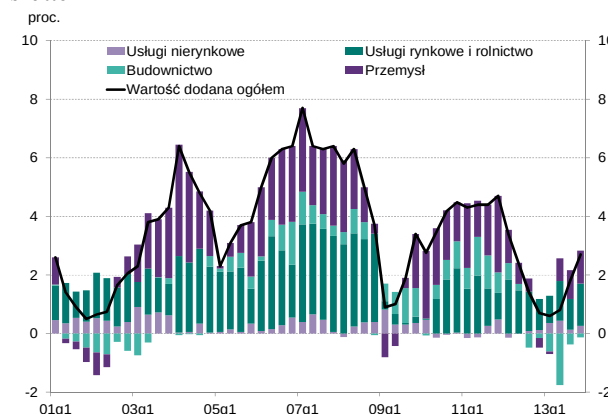
Dane dotyczące budownictwa wskazują na dalszą stopniową poprawę aktywności w tym sektorze. W II połowie 2013 r. oraz w styczniu 2014 r. spowolnił spadek produkcji budowlano-montażowej, natomiast dynamika portfela zamówień w budownictwie – choć pozostała ujemna – zwiększała się (Wykres 2.19).

Wykres 2.17 Deklarowany przez przedsiębiorców przeciętny kurs graniczny opłacalności eksportu



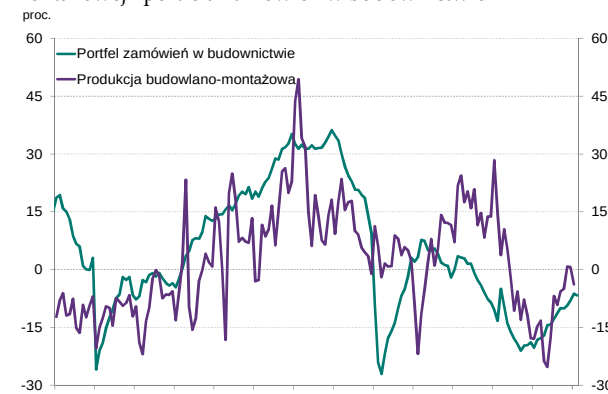
Źródło: Dane i szacunki NBP.

Wykres 2.18 Udziały sektorów we wzroście wartości dodanej brutto



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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



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

⁴¹ Kurs graniczny opłacalności eksportu ustalany jest jako średnia z odpowiedzi na pytanie ankiety skierowanej do przedsiębiorstw w ramach badań koniunktury NBP (Szybki Monitoring NBP). Pytanie ankiety: „Jaki jest progowy poziom kursu walutowego, przy którym eksport będzie (jest) nieopłacalny (w PLN)?”; Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kwartale 2013 r. oraz prognoz koniunktury na I kwartał 2014 r., NBP.

⁴² Informacje o produkcji sprzedanej, portfelu zamówień, wskaźniku PMI, produkcji budowlano-montażowej oraz portfelu zamówień w budownictwie odnoszą się do danych po usunięciu wpływu wahań sezonowych (obliczenia NBP).

W II połowie 2013 r. oraz w styczniu br. także produkcja sprzedana przemysłu rosła szybciej niż w poprzednim kwartale. Wraz z relatywnie wysoką wartością wskaźnika PMI oraz poprawą wskaźnika nowych zamówień w przemyśle wskazuje to na kontynuację ożywienia koniunktury w tym sektorze (Wykres 2.20).

Niejednoznaczne sygnały płyną natomiast z sektora usług. Z jednej strony dynamika sprzedaży hurtowej zmalała w IV kw. 2013 r. do 4,4% r/r (wobec 5,3% r/r w III kw. ub. r.). Z drugiej strony dynamika sprzedaży detalicznej w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej dziewięciu osób oraz sprzedaży usług w jednostkach transportu ogółem wyraźnie się zwiększyły (por. rozdz. 2.2.2 *Popyt konsumpcyjny*)⁴³.

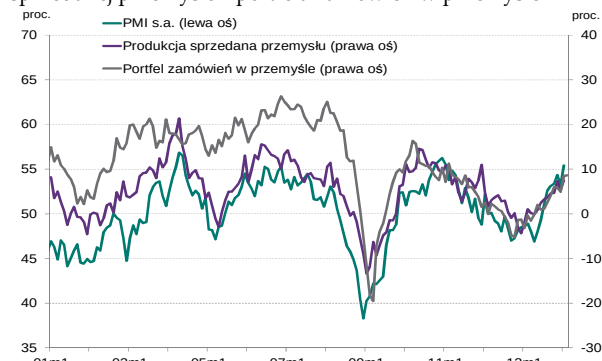
Kształtowanie się większości wyprzedzających wskaźników koniunktury GUS w IV kw. 2013 r. oraz na początku 2014 r. wskazuje na dalszą poprawę ocen przedsiębiorstw dotyczących przyszłej sytuacji gospodarczej (Wykres 2.21).

2.3 Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw

W III kw. 2013 r. sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw nadal się poprawiała. Wynik finansowy firm w III kw. 2013 r. wyraźnie wzrósł wobec III kw. 2012 r. (Wykres 2.22)⁴⁴. W szczególności poprawił się wynik na sprzedaży oraz zwiększył się odsetek rentownych przedsiębiorstw. Sytuacja płynnościowa sektora pozostała dobra (Tabela 2.4).

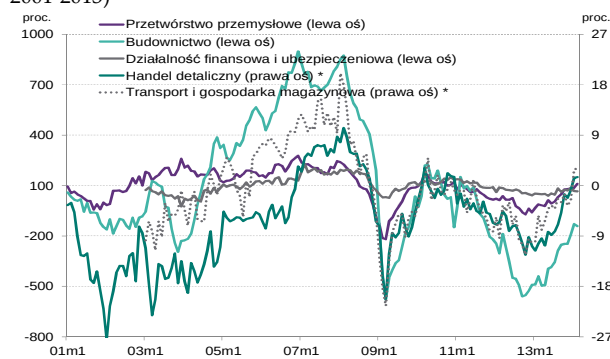
Na poprawę wyniku firm w III kw. 2013 r.łożył się wzrost wyniku na sprzedaży i – w mniejszym

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



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

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



Źródło: Badania koniunktury GUS.

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

Tabela 2.4 Wybrane wskaźniki efektywności finansowej w sektorze przedsiębiorstw.

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

Źródło: Dane GUS.

⁴³ Miesięczne dane o sprzedaży detalicznej nie w pełni odzwierciedlają dynamikę zmian sprzedaży detalicznej ogółem. Por. przypis 24.

W IV kw. 2013 r. sprzedaż usług w jednostkach transportu ogółem w cenach stałych zwiększyła się o 8,1% r/r wobec 3,7% w trzech pierwszych kwartałach 2013 r. Oznacza to, że w ostatnim kwartale ub.r. bardzo wyraźnie przyspieszyła.

⁴⁴ Nieznaczne pogorszenie wyniku względem II kw. 2013 r. wynikało z sezonowego spadku przychodów z tytułu dywidend i nie było związane z podstawową działalnością operacyjną firm.

stopniu – wyniku na pozostałej działalności operacyjnej. Wyższy zysk ze sprzedaży został osiągnięty dzięki zwiększeniu przychodów ze sprzedaży – w szczególności zagranicznej – któremu nie towarzyszył równie znaczący wzrost kosztów. Z kolei wzrost zysku na pozostałej działalności operacyjnej był związany z korzystniejszym wynikiem na zbyciu aktywów trwałych.

Poprawa sytuacji finansowej widoczna była także w dalszym wzroście wskaźników rentowności przedsiębiorstw. Zarówno wskaźnik rentowności sprzedaży, jak i rentowności obrotu netto, były w III kw. 2013 r. wyższe niż przed rokiem i kształtowały się na poziomach zbliżonych do wieloletniej średniej.

Również wskaźnik płynności I stopnia wzrósł w III kw. 2013 r. w porównaniu z III kw. 2012 r. Dobrą sytuację płynnościową firm potwierdzają także badania koniunktury NBP wskazujące na rosnący odsetek przedsiębiorstw deklarujących brak problemów z płynnością⁴⁵. Równocześnie badania ankietowe NBP wskazują, że w II połowie 2013 r. duże firmy nadal odczuwały problemy z płynnością znacznie rzadziej niż mniejsze przedsiębiorstwa⁴⁶.

2.4 Rynek pracy

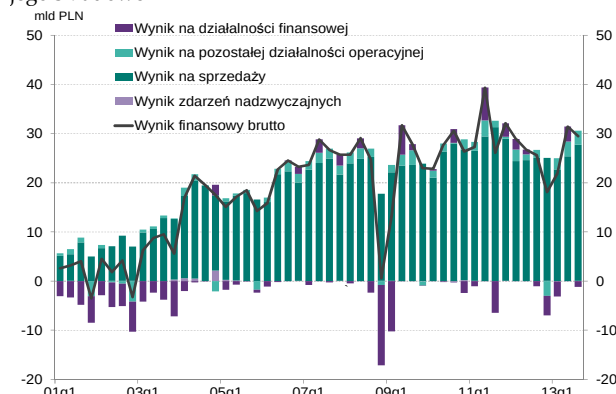
2.4.1 Zatrudnienie i bezrobocie

Stopniowe ożywienie koniunktury przyczyniło się do pewnej poprawy sytuacji na rynku pracy. Wskazuje na to dalszy wzrost liczby pracujących w gospodarce oraz spowolnienie spadku liczby pracujących w przedsiębiorstwach w IV kw. 2013 r. (w ujęciu rocznym; Wykres 2.23). Równocześnie, pod koniec 2013 i na początku 2014 r. stopa bezrobocia była nieco niższa niż rok wcześniej.

⁴⁵ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2013 r. oraz prognoz na I kw. 2014 r., NBP.

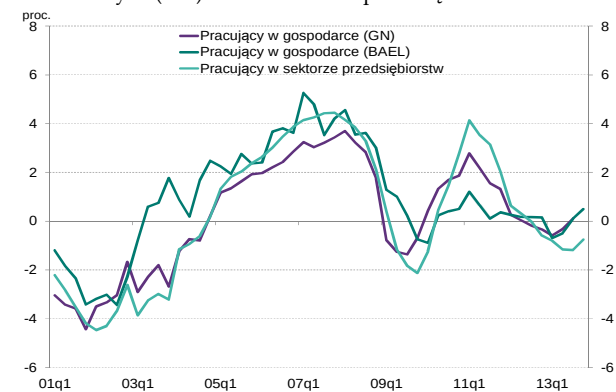
⁴⁶ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2013 r. oraz prognoz na I kw. 2014 r., NBP.

Wykres 2.22 Wynik finansowy brutto przedsiębiorstw i jego składowe



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

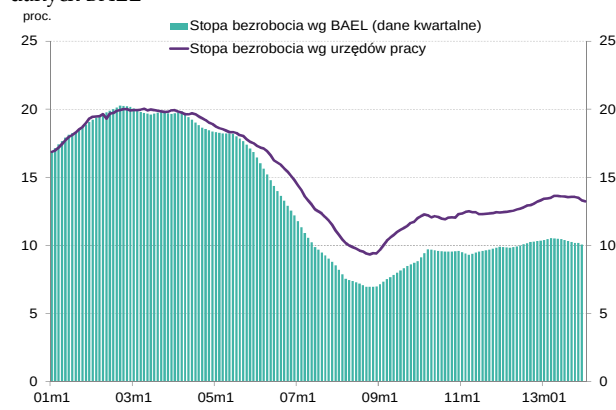
Wykres 2.23 Wzrost (r/r) pracujących w gospodarce według BAEL* i sprawozdawczości podmiotów powyżej 9 zatrudnionych (GN) oraz w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.24 Stopa bezrobocia rejestrowanego oraz według danych BAEL



Źródło: Dane GUS (dane odsezonowane).

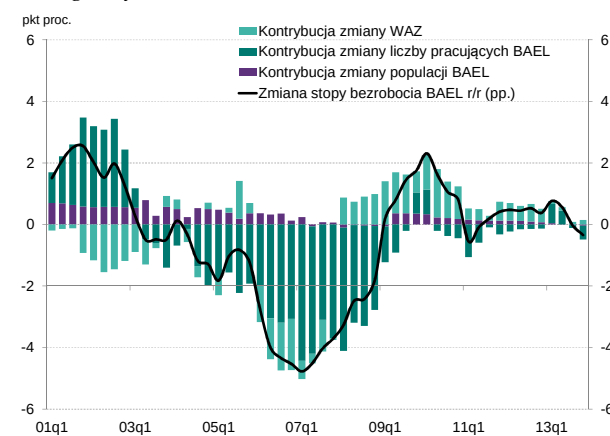
Zgodnie z danymi BAEL, w III kw. i w IV kw. 2013 r. liczba pracujących wzrosła o odpowiednio 0,1% r/r i 0,5% r/r (wobec spadku o 0,5% r/r w II kw. ub. r.). Wzrost liczby pracujących w gospodarce w IV kw. ub. r. był przede wszystkim efektem wzrostu liczby pracujących w usługach (o 0,9% r/r wobec 0,3% w III kw. 2013 r.). Nadal zwiększała się – choć nieco wolniej niż w poprzednim kwartale – liczba pracujących w przemyśle (o 1,1% r/r wobec wzrostu o 1,8% r/r w III kw. 2013 r.). Równocześnie wciąż istotnie malała liczba pracujących w rolnictwie (o 3,0% r/r wobec spadku o 5,0% w III kw. 2013 r.).

Dane dotyczące przedsiębiorstw wskazują, że w IV kw. 2013 r. spadek zatrudnienia spowolnił (do -0,8% r/r, wobec -1,2% w III kw. ub. r.)⁴⁷.

Pozytywnym sygnałem dotyczącym sytuacji na rynku pracy jest także wzrost wskaźnika prognoz zatrudnienia w badaniach koniunktury NBP (po usunięciu wpływu wahań sezonowych). Zgodnie z tym wskaźnikiem w I kw. 2014 r. więcej przedsiębiorstw zamierza zwiększyć zatrudnienie niż je zmniejszyć⁴⁸.

Stopa bezrobocia wg BAEL w IV kw. 2013 r. nieznacznie się obniżyła i wyniosła 10,1% (wobec 10,2% w III kw. 2013 r.; dane po usunięciu wpływu wahań sezonowych; Wykres 2.24)⁴⁹. Na stopniowe obniżanie się bezrobocia wskazują także dane miesięczne z urzędów pracy (stopa bezrobocia rejestrowanego po usunięciu wpływu wahań sezonowych obniżyła się w styczniu 2014 r. do 13,2% wobec 13,6% w październiku 2013 r.)⁵⁰.

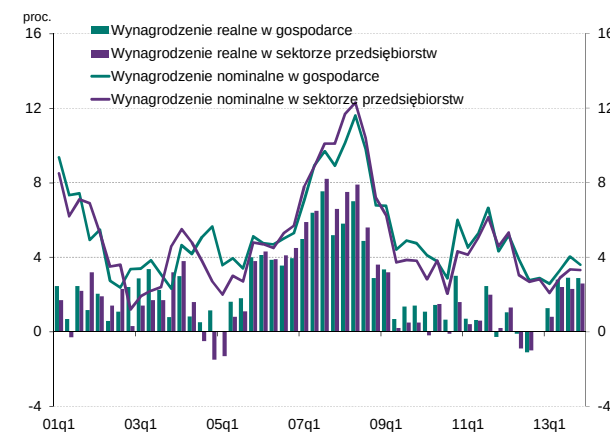
Wykres 2.25 Dekompozycja zmian stopy bezrobocia w ujęciu r/r według danych BAEL



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

Wykres 2.26 Roczne tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce i w sektorze przedsiębiorstw (nominalnie i realnie)



Źródło: Dane GUS.

⁴⁷ Wg danych miesięcznych, w styczniu br. zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniło się w ujęciu r/r. Dane styczniowe są jednak w znacznym stopniu zaburzone względem zeszłorocznych ze względu na coroczną zmianę próby badanych przedsiębiorstw przez GUS.

⁴⁸ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2014, NBP.

⁴⁹ Spadek stopy bezrobocia w ujęciu rocznym wynikał przede wszystkim ze wzrostu liczby pracujących w gospodarce, któremu towarzyszył niewielki wzrost liczby aktywnych zawodowo (Wykres 2.25).

⁵⁰ 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.

2.4.2 Płace i wydajność pracy

W IV kw. 2013 r. roczna dynamika wynagrodzeń w gospodarce nieco się obniżyła. Ze względu na równoczesne przyspieszenie wydajności pracy, dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce również spadła i pozostała poniżej wieloletniej średniej.

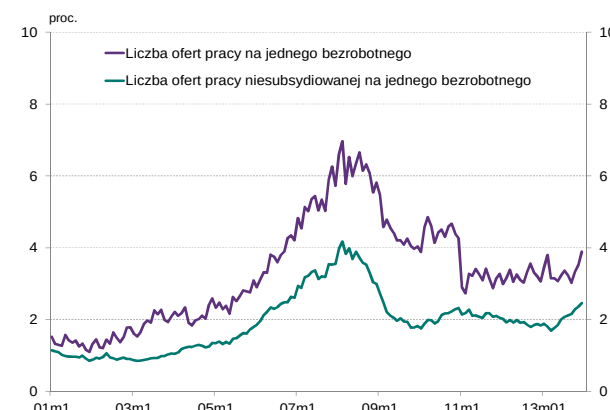
Dynamika wynagrodzeń w gospodarce w IV kw. 2013 r. wyniosła 3,6% r/r (wobec 4,0% r/r w III kw. ub. r.; Wykres 2.26). Równocześnie dane z sektora przedsiębiorstw za IV kw. ub. r. oraz początek 2014 r. wskazują na ustabilizowanie się dynamiki wynagrodzeń na poziomie niższym od wieloletniej średniej.

W ostatnim okresie wzrosła wartość indeksu napięć na rynku pracy (liczonego jako liczba ofert pracy niesubsydiowanej przypadających na jednego bezrobotnego; Wykres 2.27), co sugeruje pewną poprawę pozycji negocjacyjnej pracowników względem pracodawców. Na możliwy dalszy umiarkowany wzrost wynagrodzeń wskazują także badania koniunktury NBP. Wzrósł bowiem odsetek przedsiębiorstw planujących podwyżki płac w I kw. 2014 r. Odsetek ten kształtuje się jednak wciąż wyraźnie poniżej wieloletniej średniej. Zmniejszyła się również przeciętna wysokość planowanej podwyżki⁵¹.

Wraz ze wzrostem dynamiki PKB w IV kw. ub. r. rosła również dynamika wydajności pracy. Ze względu na równoczesne nieznaczne spowolnienie dynamiki wynagrodzeń, dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce obniżyła się i pozostała niższa od wieloletniej średniej (Wykres 2.28).

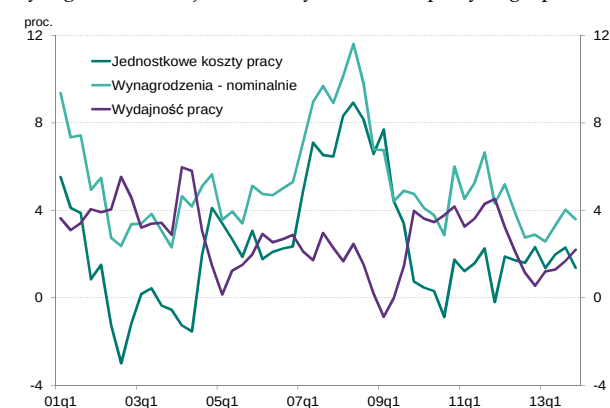
W przedsiębiorstwach przemysłowych dynamika jednostkowych kosztów pracy w IV kw. 2013 r. i na

Wykres 2.27 Indeks napięć na rynku pracy (liczba ofert pracy przypadająca na jednego bezrobotnego)



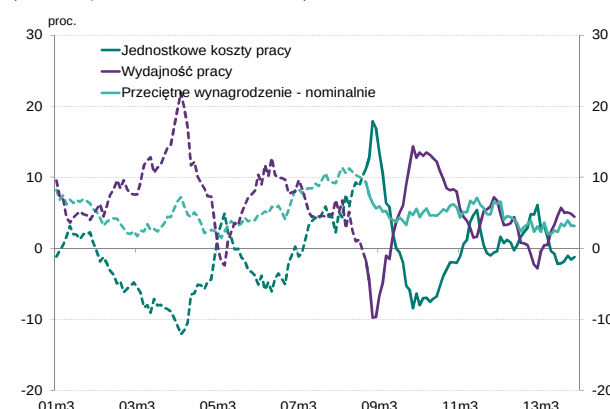
Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.28 Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w gospodarce



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

Wykres 2.29 Roczne tempo wzrostu wydajności pracy, wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy w przemyśle (3-miesięczne średnie ruchome)



Źródło: Dane GUS, obliczenia NBP.

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

⁵¹ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2014, NBP.

początku br. pozostała ujemna. Wynikało to wciąż z szybszego tempa wzrostu wydajności pracy niż tempa wzrostu wynagrodzeń (Wykres 2.29).

2.5 Rynki aktywów

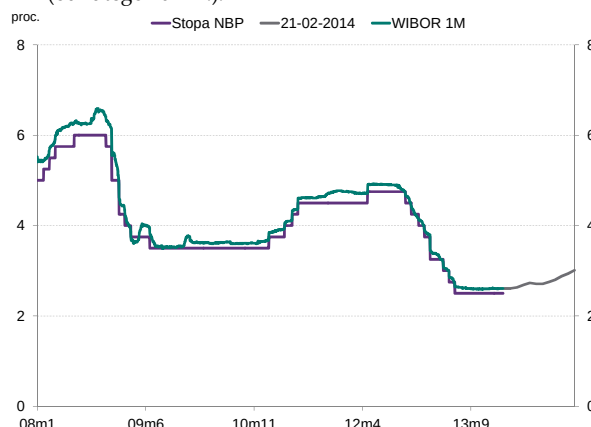
W ostatnich miesiącach na skutek pogorszenia się sentymentu rynkowego względem krajów wschodzących ceny polskich akcji i obligacji obniżyły się. Jednak stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej, jak i zmniejszenie nierównowagi zewnętrznej ograniczały skalę obniżenia cen polskich aktywów i przyczyniały się do umocnienia złotego. Z kolei na rynku mieszkaniowym pojawiały się sygnały ożywienia.

2.5.1 Stopy procentowe i ceny aktywów finansowych

Od publikacji poprzedniego *Raportu* Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych NBP, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 2,50%. W listopadzie 2013 r. wydłużono jednak sugerowany okres utrzymania niezmiennych stóp procentowych. Rada oceniła wówczas, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.⁵² Obecnie większość analityków oraz uczestników rynku, spodziewa się, że pierwsza podwyżka stóp procentowych NBP nastąpi nie wcześniej niż w IV kw. br. (Wykres 2.30).

W ostatnich miesiącach rentowności polskich obligacji wzrosły, choć w znacznie mniejszym stopniu niż w wielu krajach rozwijających się. Zaburzenia na rynkach wschodzących pod koniec stycznia br. przyczyniły się bowiem do wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych. Jednak koszt ubezpieczenia polskiego długu (przybliżony stawkami CDS) pozostawał niski w porównaniu

Wykres 2.30 Stopa referencyjna NBP, stopa WIBOR 1M (do lutego 2014 r.) i stopa 1-miesięczna implikowana z kontraktów FRA (od lutego 2014 r.).



Źródło: Dane NBP i Bloomberg, obliczenia NBP.

Wykres 2.31 Rentowność polskich obligacji skarbowych



Źródło: Dane Bloomberg.

⁵² W marcu 2014 r. (tj. po cut-off date dla bieżącego *Raportu*) Rada oceniła, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

W okresie lipiec-październik 2013 r. Rada oceniała, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca 2013 r.

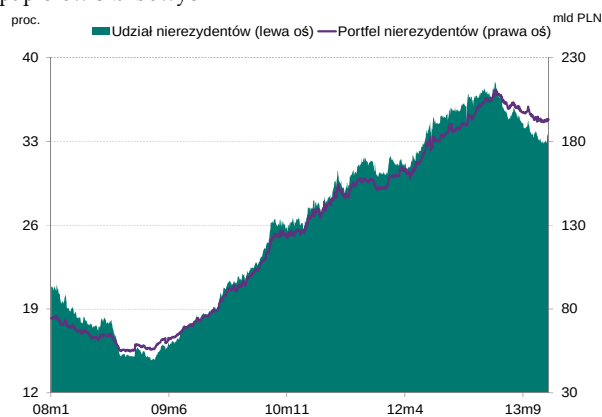
do innych krajów wschodzących, co stabilizowało rentowności polskich obligacji skarbowych (Wykres 2.31). Jednocześnie – pomimo decyzji Fed o zmniejszeniu skali łagodzenia ilościowego – zaangażowanie inwestorów zagranicznych na rynku polskich obligacji skarbowych nieznacznie wzrosło w grudniu ub. r. (Wykres 2.32).

Od publikacji poprzedniego *Raportu* ceny akcji na GPW obniżyły się (Wykres 2.33). Spadek indeksu WIG był jednak mniejszy niż indeksu cen akcji dla rynków wschodzących (MSCI EM). W przeciwieństwie do wielu innych krajów rozwijających się, skalę spadku cen akcji w Polsce ograniczały bowiem publikacje lepszych od oczekiwań danych makroekonomicznych.

2.5.2 Kurs walutowy

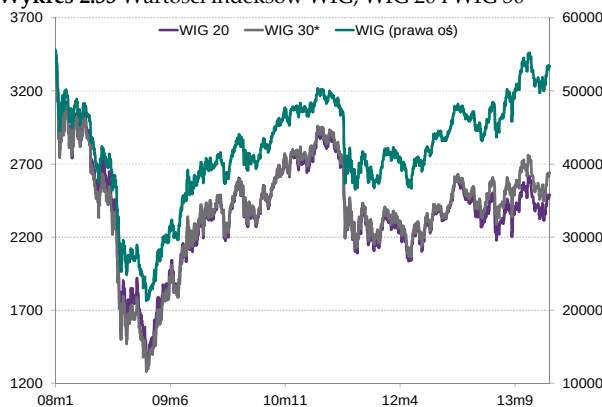
W ostatnich miesiącach kurs złotego umocnił się nieznacznie, czemu sprzyjała dalsza stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej (por. rozdz. 2.2 *Popyt i produkcja*) oraz zmniejszenie się nierównowagi zewnętrznej w ostatnich kwartałach (por. rozdz. 2.7. *Bilans płatniczy*). Jednak – podobnie jak w przypadku rynku polskich obligacji skarbowych – rynek złotego nie był całkowicie odporny na zaburzenia na innych rynkach wschodzących. Kurs złotego osłabił się przejściowo pod koniec stycznia br., kiedy istotnie wzrosło ryzyko ponownego zawieszenia obsługi zobowiązań przez Argentynę, pogorszyły się perspektywy gospodarki Chin i finansowania nierównowagi zewnętrznej przez Turcję i RPA (Wykres 2.34). Osłabienie złotego było jednak słabsze w porównaniu do deprecjacji walut wielu innych krajów wschodzących.

Wykres 2.32 Zaangażowanie niezydentów na rynku polskich papierów skarbowych



Źródło: Dane KDPW.

Wykres 2.33 Wartości indeksów WIG, WIG 20 i WIG 30



Źródło: Dane Bloomberg.

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

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



Źródło: Dane Bloomberg.

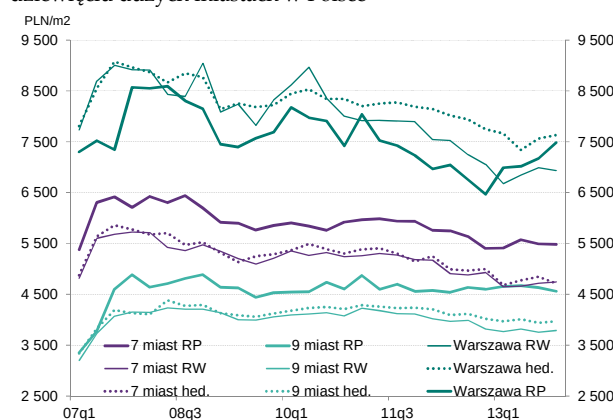
2.5.3 Ceny mieszkań⁵³

W II połowie 2013 r. na rynku mieszkaniowym pojawiały się sygnały ożywienia. Liczba przeprowadzonych transakcji na rynku pierwotnym nadal rosła. Pozwoliło to na stabilizację lub nieznaczny wzrost cen mieszkań. Ceny nieco wzrosły zwłaszcza w większych miastach, w tym zwłaszcza w Warszawie (Wykres 2.35).

Do wzrostu popytu na mieszkania w II połowie 2013 r. przyczyniała się w szczególności poprawa perspektyw gospodarczych. W pewnym stopniu w kierunku wzrostu popytu na mieszkania oddziaływało niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych. Jednak istotną część transakcji stanowiły także zakupy gotówkowe. Do wzrostu liczby transakcji, zwłaszcza w IV kw. 2013 r., przyczyniało się także przesunięcie popytu związane z zapowiedzianym na styczeń 2014 r. zaostrzeniem kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych. Jednocześnie perspektywa wprowadzenia w 2014 r. nowego programu rządowego wspierającego sprzedaż mieszkań na rynku pierwotnym („Mieszkanie dla Młodych”) mogła zmniejszać liczbę transakcji w IV kw. 2013 r., zwłaszcza dotyczących tańszych mieszkań na rynku pierwotnym (por. rozdz. 2.6.2 *Kredyty dla gospodarstw domowych*).

Wzrostowi liczby transakcji towarzyszyło dalsze zmniejszanie się liczby niesprzedanych mieszkań, choć pozostaje ona relatywnie wysoka (Wykres 2.36). Sprzyja to stabilizacji cen mieszkań, co – przy niskich kosztach ich budowy (por. rozdz. 2.1.3. *Ceny produkcji sprzedanej przemysłu* i rozdz. 2.6.2 *Kredyty dla gospodarstw domowych*) – pozwala na utrzymanie wystarczającej rentowności ich produkcji.

Wykres 2.35 Średnie ceny mieszkań w Warszawie, siedmiu i dziewięciu dużych miastach w Polsce*



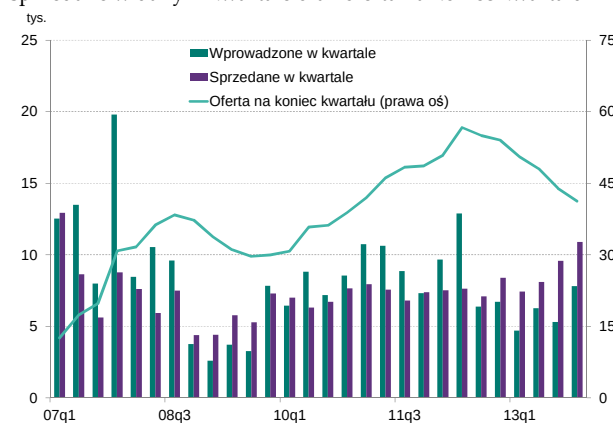
Źródło: Dane transakcyjne z badania NBP oraz z bazy cen ofertowych PONT Info Nieruchomości, obliczenia NBP.

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

Agregat siedmiu miast obejmuje: Gdańsk, Gdynię, Kraków, Łódź, Poznań, Szczecin i Wrocław, zaś dziewięciu miast: Białystok, Bydgoszcz, Katowice, Lublin, Olsztyn, Opole, Rzeszów i Zieloną Górę.

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

Wykres 2.36 Mieszkania wprowadzone do sprzedaży i sprzedane w danym kwartale oraz oferta na koniec kwartału*



Źródło: Dane REAS.

* Dane dla Gdańska, Gdyni, Krakowa, Łodzi, Poznania, Warszawy i Wrocławia.

⁵³ Więcej informacji o sytuacji na polskim rynku mieszkaniowym znajduje się w publikacjach NBP pt. *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w III kwartale 2013 r.*, *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2013 r.* oraz *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2012 r.*, dostępnych na stronie internetowej NBP (www.nbp.pl)

2.6 Kredyt i pieniądz

Od publikacji poprzedniego *Raportu* przyrost akcji kredytowej – pomimo przyspieszenia – pozostał relatywnie niski (Wykres 2.37)⁵⁴. W IV kw. 2013 r. łączne zadłużenie sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych zwiększało się średnio o 0,8 mld zł miesięcznie, podczas gdy w analogicznym okresie 2012 r. notowany był niewielki spadek zadłużenia (średnio o 0,1 mld zł miesięcznie)⁵⁵.

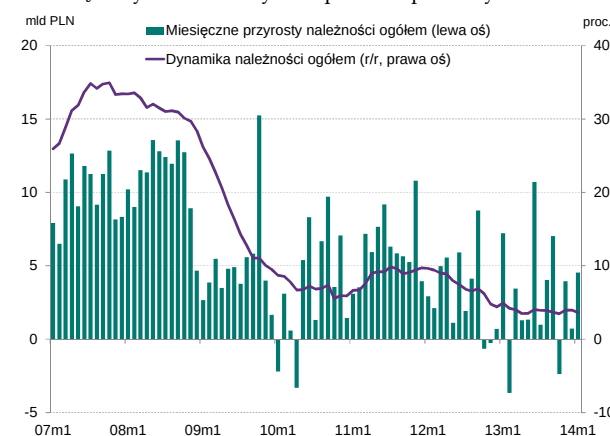
W IV kw. 2013 r. nieznacznie wzrosła dynamika zadłużenia przedsiębiorstw. Obok pewnego złagodzenia kryteriów udzielania kredytów przez banki (w szczególności w segmencie MSP), przyczynił się do tego niewielki wzrost popytu na kredyt ze strony firm (Wykres 2.39). Równocześnie dynamika zadłużenia gospodarstw domowych w IV kw. 2013 r. w dalszym ciągu się zwiększała, głównie dzięki kontynuacji ożywienia w segmencie kredytów konsumpcyjnych (Wykres 2.42).

Wobec nadal relatywnie niskiego tempa wzrostu zadłużenia ogółem, wzrost agregatów monetarnych w IV kw. 2013 r. pozostał umiarkowany.

2.6.1 Kredyty dla przedsiębiorstw

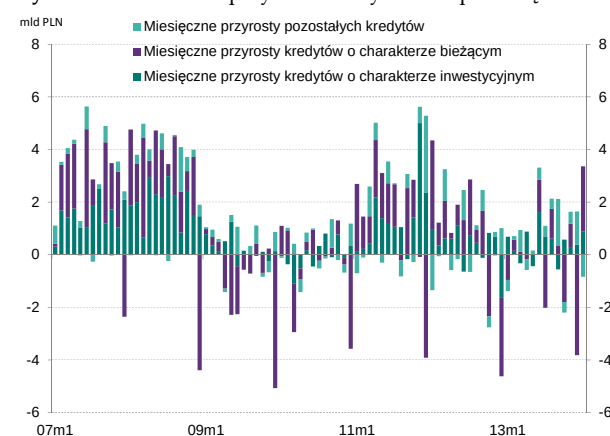
W IV kw. 2013 r. – jak zawsze na koniec roku – zadłużenie firm obniżyło się, choć w mniejszym stopniu niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (średni miesięczny spadek wyniósł 0,7 mld zł wobec spadku przeciętnie o 1,6 mld zł w IV kw.

Wykres 2.37 Należności sektora niefinansowego, niemonetarnych instytucji finansowych, instytucji samorządowych i funduszy ubezpieczeń społecznych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.38 Struktura przyrostu kredytów dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁵⁴ 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 2013 r. i styczniu 2014 r.), stąd średnie miesięczne przyrosty kredytów i depozytów firm porównywane są pomiędzy tymi samymi okresami w kolejnych latach.

⁵⁵ W styczniu 2014 r. łączne zadłużenie tych podmiotów wzrosło o 4,5 mld zł wobec wzrostu o 7,2 mld zł w analogicznym okresie 2013 r.

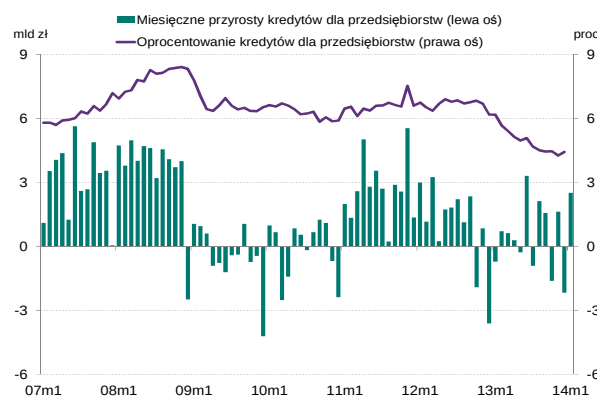
2012 r.)⁵⁶. Do ograniczenia spadku zadłużenia przedsiębiorstw przyczynił się niewielki przyrost kredytów o charakterze inwestycyjnym (wobec ich spadku w IV kw. 2012 r.) oraz nieznaczne zmniejszenie skali spadku kredytów bieżących (Wykres 2.38)⁵⁷.

W kierunku zmniejszenia skali spadku zadłużenia sektora przedsiębiorstw w IV kw. 2013 r. oddziaływało obniżenie kosztu kredytów, które – wobec utrzymania stóp NBP na niezmiennym poziomie – świadczyło o pewnym obniżeniu marż (w IV kw. 2013 r. oprocentowanie kredytów dla firm było średnio o 0,2 pkt proc. niższe niż w III kw. ub. r.; Wykres 2.39). Ograniczeniu spadku akcji kredytowej sprzyjało także deklarowane przez banki złagodzenie kryteriów kredytowych dla przedsiębiorstw z sektora MSP⁵⁸. W warunkach stopniowego wzrostu aktywności gospodarczej zwiększył się również popyt na kredyt ze strony firm. Według deklaracji banków zwiększony popyt firm na kredyt związany był z zapotrzebowaniem na finansowanie zarówno środków trwałych, jak i kapitału obrotowego⁵⁹.

Wzrost popytu na kredyt w IV kw. 2013 r. dotyczył głównie dużych przedsiębiorstw. W konsekwencji, pomimo złagodzenia kryteriów udzielania kredytów dla MSP, dynamika kredytów ogółem dla tych podmiotów pozostała istotnie niższa niż dla dużych firm (Wykres 2.40).

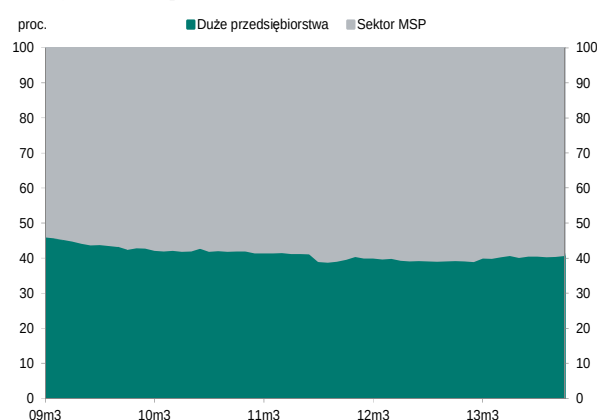
Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw w III kw. 2013 r. zwiększyło się o 2,0 mld EUR, do poziomu 112,3 mld EUR (Wykres 2.41). Wzrost zadłużenia wynikał niemal w całości ze zwiększonej skali kredytowania firm przez bezpośrednich inwestorów zagranicznych, przy jedynie

Wykres 2.39 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów złotych dla przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.40 Struktura zadłużenia sektora przedsiębiorstw według wielkości podmiotów.



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.41 Zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁵⁶ Zadłużenie przedsiębiorstw w grudniu 2013 r. wyniosło 259,1 mld zł.

⁵⁷ W styczniu 2014 r. zadłużenie przedsiębiorstw wzrosło o 2,5 mld zł wobec spadku zadłużenia o 0,7 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku. Do wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw przyczyniło się głównie zwiększenie zadłużenia z tytułu kredytów bieżących firm (o 2,5 mld zł wobec ich spadku o 1,0 mld zł w styczniu 2013 r.), któremu towarzyszył dalszy przyrost kredytów o charakterze inwestycyjnym (wzrost o 0,9 mld zł wobec 0,7 mld zł w analogicznym okresie 2013 r.).

⁵⁸ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kw. 2014, NBP.

⁵⁹ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kw. 2014, NBP.

niewielkim wzroście zaangażowania inwestorów portfelowych w instrumenty dłużne przedsiębiorstw.

2.6.2 Kredyty dla gospodarstw domowych

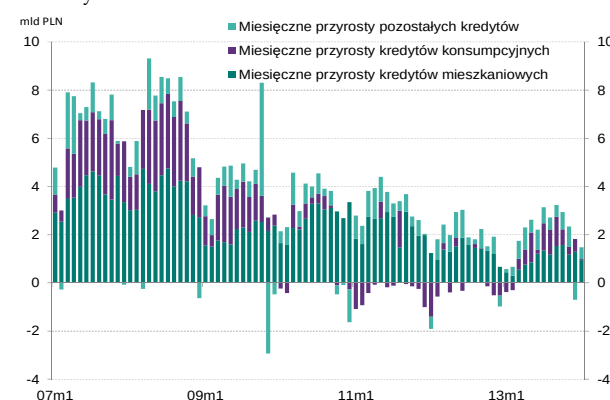
W IV kw. 2013 r. – po silnym wzroście w III kw. ub. r. – miesięczne przyrosty kredytów mieszkaniowych ustabilizowały się na poziomie 1,3 mld zł i były nieco wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (kiedy wyniosły przeciętnie 1,1 mld zł; Wykres 2.43)⁶⁰.

W kierunku wzrostu akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych oddziaływał wzrost popytu na nie ze strony gospodarstw domowych. Wzrost ten był związany z zapowiedzianym zaostrzeniem warunków przyznawania kredytów od początku 2014 r. w efekcie wejścia w życie nowej wersji Rekomendacji S⁶¹. Ożywieniu akcji kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych sprzyjała także pewna poprawa sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych pod koniec 2013 r. (por. rozdz. 2.4 *Rynek pracy*).

Wzrost popytu na kredyt w ub. r. mógł być natomiast ograniczany przez odsuwanie w czasie zakupu mieszkań w związku z oczekiwanym uruchomieniem od stycznia 2014 r. rządowego programu „Mieszkanie dla Młodych”. Wzrost akcji kredytowej był również hamowany przez pewnie zaostrzenie polityki kredytowej przez część banków w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych, przy czym marże i oprocentowanie tych kredytów nie zmieniły się istotnie (Wykres 2.43; por. rozdz. 2.5 *Rynki aktywów*).

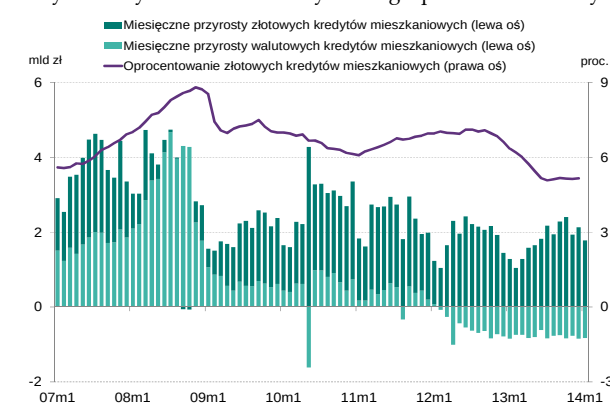
W IV kw. 2013 r. akcja kredytowa w segmencie kredytów konsumpcyjnych dalej rosła. Zadłużenie

Wykres 2.42 Struktura przyrostu kredytów dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.43 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych



Źródło: Dane NBP.

⁶⁰ W styczniu 2014 r. przyrost kredytów mieszkaniowych wyniósł 0,9 mld zł wobec wzrostu o 0,4 mld zł w styczniu 2013 r.

⁶¹ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych*, I kw. 2014, NBP. Nowa wersja rekomendacji S wprowadza m.in. wiążące ograniczenia maksymalnego poziomu wskaźnika LtV (ang. *Loan-to-Value*) dla kredytów hipotecznych. Według rekomendacji od stycznia 2014 r. wysokość wkładu własnego przy zakupie nieruchomości powinna wynosić przynajmniej 5% wartości nieruchomości (wartość ta będzie w kolejnych latach stopniowo zwiększana i w 2017 r. wyniesie 20%).

gospodarstw domowych z tytułu tych kredytów zwiększało się w IV kw. 2013 r. średnio o 0,5 mld zł miesięcznie, podczas gdy w IV kw. 2012 r. jego stan obniżał się przeciętnie o 0,4 mld zł miesięcznie (Wykres 2.44)⁶².

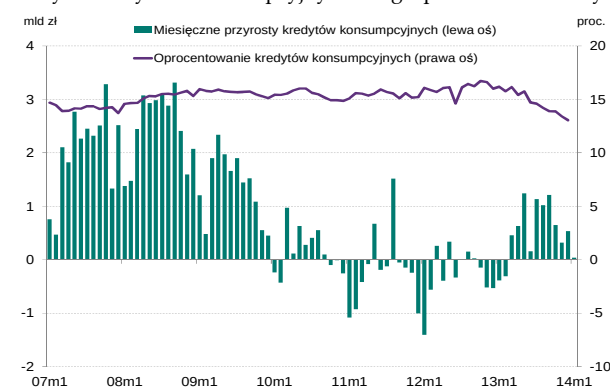
Do dalszego ożywienia akcji kredytowej w segmencie kredytów konsumpcyjnych przyczyniło się dalsze łagodzenie polityki kredytowej banków⁶³. W szczególności banki obniżyły marże kredytowe, co znalazło odzwierciedlenie w niższym oprocentowaniu kredytów konsumpcyjnych (w IV kw. 2013 r. oprocentowanie to było średnio o 0,8 pkt proc. niższe niż w III kw. ub. r.; Wykres 2.44). Obniżenie kosztu kredytu – w warunkach pewnej poprawy sytuacji ekonomicznej gospodarstw domowych – sprzyjało dalszemu wzrostowi popytu na to źródło finansowania.

2.6.3 Depozyty i agregaty monetarne

W IV kw. 2013 r. utrzymało się relatywnie niskie tempo wzrostu szerokiego pieniądza (Wykres 2.45). Równocześnie spowolnił wzrost agregatu M1, co wynikało głównie ze zmiany struktury terminowej depozytów przedsiębiorstw (wolniejszy przyrost środków lokowanych na rachunkach bieżących, przy silniejszym wzroście depozytów terminowych firm)⁶⁴.

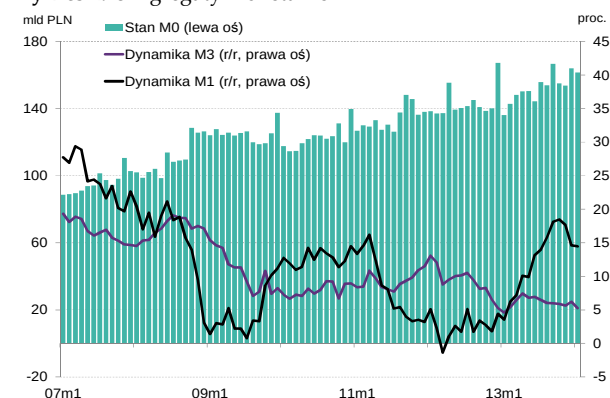
W IV kw. 2013 r. średnie miesięczne przyrosty całkowitych depozytów firm były istotnie wyższe niż w IV kw. 2012 r. (6,1 mld zł wobec 4,1 mld zł; Wykres 2.46), czemu sprzyjała prawdopodobnie dobra sytuacja płynnościowa przedsiębiorstw⁶⁵.

Wykres 2.44 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie nowych kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych



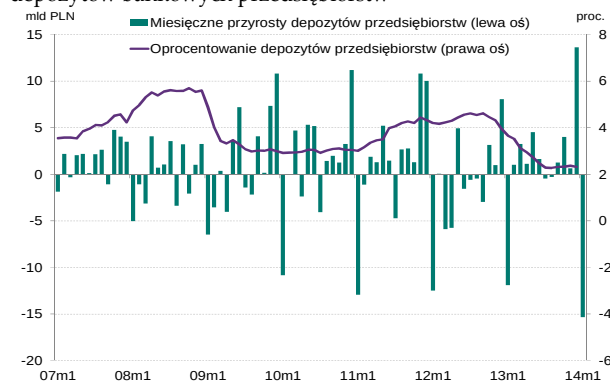
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.45 Agregaty monetarne



Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.46 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie depozytów bankowych przedsiębiorstw



Źródło: Dane NBP.

⁶² W styczniu 2014 r. wielkość zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych pozostała na poziomie zbliżonym do grudnia 2013 r. Natomiast w analogicznym okresie poprzedniego roku zadłużenie obniżyło się o 0,4 mld zł.

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

⁶⁴ Depozyty terminowe definiowane są jako depozyty do 2 lat oraz depozyty z okresem wypowiedzenia do trzech miesięcy. W styczniu 2014 r. tempo wzrostu szerokiego pieniądza spowolniło (do 5,3% r/r). Równocześnie tempo wzrostu agregatu M1 utrzymało się na zbliżonym poziomie do notowanego w grudniu 2013 r.

⁶⁵ *Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2013 r. oraz prognoz na I kw. 2014 r.*, NBP. W styczniu 2014 r. doszło do typowego dla tego okresu spadku wielkości depozytów przedsiębiorstw, przy czym skala tego spadku była większa niż w analogicznym okresie 2013 r. (spadek wyniósł odpowiednio 15,3 mld zł i 11,9 mld zł).

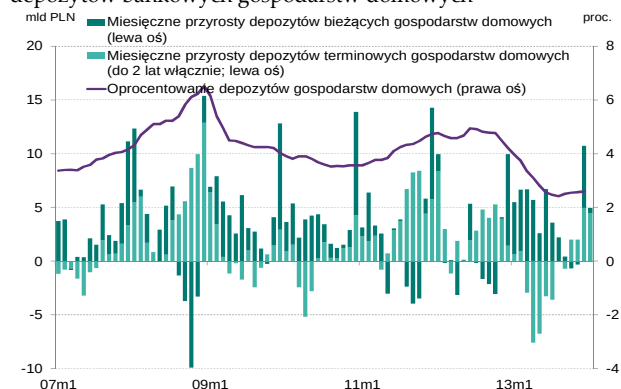
W IV kw. 2013 r. wzrost depozytów gospodarstw domowych – w warunkach utrzymującego się relatywnie niskiego oprocentowania depozytów – w dalszym ciągu spowalniał. Średnie miesięczne przyrosty depozytów wyniosły 4,6 mld zł i były niższe niż w analogicznym okresie 2012 r. (kiedy wyniosły 5,4 mld zł; Wykres 2.47)⁶⁶. Równocześnie w dalszym ciągu zwiększała się wielkość środków lokowanych przez gospodarstwa domowe w funduszach inwestycyjnych (średnie miesięczne saldo napływu środków do funduszy inwestycyjnych w IV kw. 2013 r. wyniosło 1,1 mld zł wobec 0,7 mld zł w analogicznym okresie 2012 r.)⁶⁷.

2.7 Bilans płatniczy

W II połowie 2013 r. nastąpiła dalsza poprawa salda na rachunku obrotów bieżących, choć w ujęciu rocznym nieco mniejsza niż w I połowie roku⁶⁸. Zmniejszenie skali poprawy bilansu obrotów bieżących wynikało przede wszystkim z obniżenia się salda obrotów towarowych w warunkach ożywienia popytu krajowego. Niższe saldo obrotów towarowych w połączeniu z wciąż znacząco ujemnym saldem dochodów przyczyniło się do odnotowania deficytu na rachunku obrotów bieżących, który wyniósł 2,1 mld EUR w III kw. 2013 r. oraz 2,0 mld EUR w IV kw. ub. r. (wobec deficytów w wysokości 3,6 mld EUR w III kw. 2012 r. oraz 3,4 mld EUR w IV kw. 2012 r.; Wykres 2.48)⁶⁹.

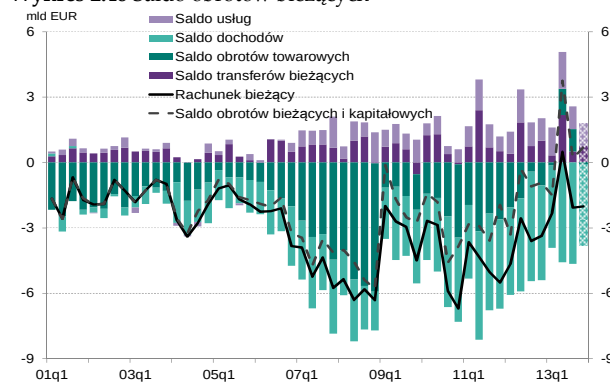
Jednocześnie w II połowie 2013 r. wynik na rachunku kapitałowym pozostał dodatni. Było to związane z dalszym napływem transferów

Wykres 2.47 Miesięczne przyrosty i średnie oprocentowanie depozytów bankowych gospodarstw domowych



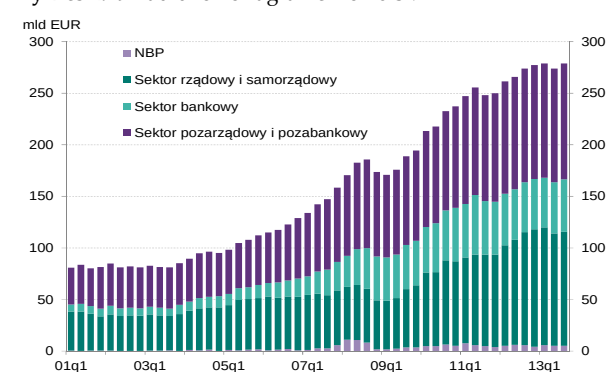
Źródło: Dane NBP.

Wykres 2.48 Saldo obrotów bieżących



Źródło: Dane i szacunki NBP.

Wykres 2.49 Zadłużenie zagraniczne Polski



Źródło: Dane NBP.

⁶⁶ W styczniu 2014 r. tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych ponownie się obniżyło, a ich przyrost był nieco niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (5,0 mld zł wobec 5,5 mld zł).

⁶⁷ Łączna wartość aktywów gospodarstw domowych wyniosła w grudniu 2013 r. 888,7 mld zł.

⁶⁸ Dane o rachunku bieżącym, kapitałowym oraz finansowym bazują na danych kwartalnych do III kw. 2013 r. oraz danych miesięcznych za okres październik – grudzień 2013 r.

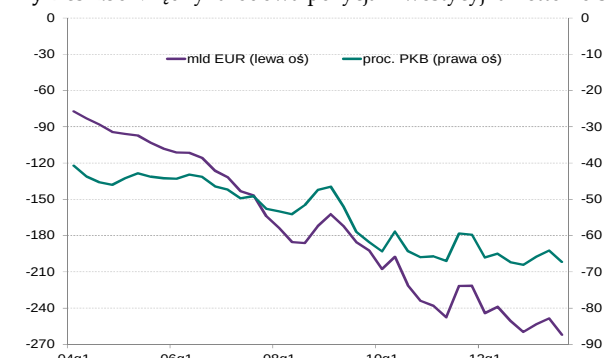
⁶⁹ Ujemne saldo dochodów jest związane z dobrymi wynikami polskich przedsiębiorstw (por. rozdz. 2.3. Sytuacja finansowa w sektorze przedsiębiorstw). Pozostałe salda na rachunku obrotów bieżących nie zmieniły się istotnie w II połowie 2013 r. wobec II połowy 2012 r. Zarówno saldo usług, jak i transferów bieżących pozostały dodatnie.

kapitałowych otrzymanych przez Polskę z Unii Europejskiej.

Saldo na rachunku finansowym dalej zmniejszało się w ujęciu rocznym i wyniosło 0,4 mld EUR w III kw. 2013 r. i -0,5 mld EUR w IV kw. 2013 r. (wobec 4,6 mld EUR w III kw. 2012 r. oraz 3,7 mld EUR w IV kw. 2012 r.). Obniżenie wyniku na rachunku finansowym spowodowane było w głównej mierze ograniczeniem wielkości kapitału inwestowanego przez nierezydentów w polskie papiery wartościowe. W kierunku spadku salda na rachunku finansowym w IV kw. 2013 r. oddziaływały także transakcje związane z likwidacją podmiotów specjalnego przeznaczenia (transakcje te spowodowały zmniejszenie wartości zagranicznych inwestycji bezpośrednich w Polsce oraz spadek inwestycji polskich podmiotów za granicą).

Konsekwencją dalszej – choć wolniejszej – poprawy salda na rachunku obrotów bieżących w II połowie 2013 r. była poprawa części wskaźników nierównowagi zewnętrznej Polski. W szczególności odnotowano dalszy spadek deficytu obrotów bieżących do PKB (w ujęciu czterech kwartałów krocząco) oraz wzrost nadwyżki w obrotach bieżących i kapitałowych do PKB (Tabela 2.5). Jednocześnie zwiększyła się nieco relacja zadłużenia zagranicznego Polski do PKB oraz spadła relacja międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski do PKB.

Wykres 2.50 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski



Źródło: Dane NBP.

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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013			
						q1	q2	q3	q4
Saldo obrotów bieżących/PKB (w %)	-6,6	-3,9	-5,1	-5,0	-3,7	-3,1	-2,3	-1,9	-1,6
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB (w %)	-5,4	-2,3	-3,3	-3,0	-1,5	-1,0	0,1	0,4	0,8
Saldo obrotów towarowych/PKB (w %)	-5,8	-1,7	-2,5	-2,7	-1,4	-0,8	-0,1	0,3	0,5
Oficjalne aktywa rezerwowe w miesiącach importu towarów i usług	3,3	5,3	5,4	5,2	5,6	5,7	5,6	5,3	5,2
Zadłużenie zagraniczne/PKB (w %)	48	62	67	67	73	73	71	72	-
Średni okres zapadalności długu Skarbu Państwa (w latach)	5,3	5,3	5,4	5,3	5,4	5,5	5,5	5,4	
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB (w %)	-48	-62	-66	-59	-68	-66	-64	-67	-
Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r. plus prognozowane saldo obrotów bieżących/ oficjalne aktywa rezerwowe (w %)*	174	153	129	126	100	104	112	122	-
Zadłużenie zagraniczne wymagalne w ciągu 1r. / oficjalne aktywa rezerwowe (w %)*	147	120	102	107	93	100	104	112	-

Źródło: Dane NBP i Ministerstwa Finansów.

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

Ramka 4. Stabilność zadłużenia zagranicznego

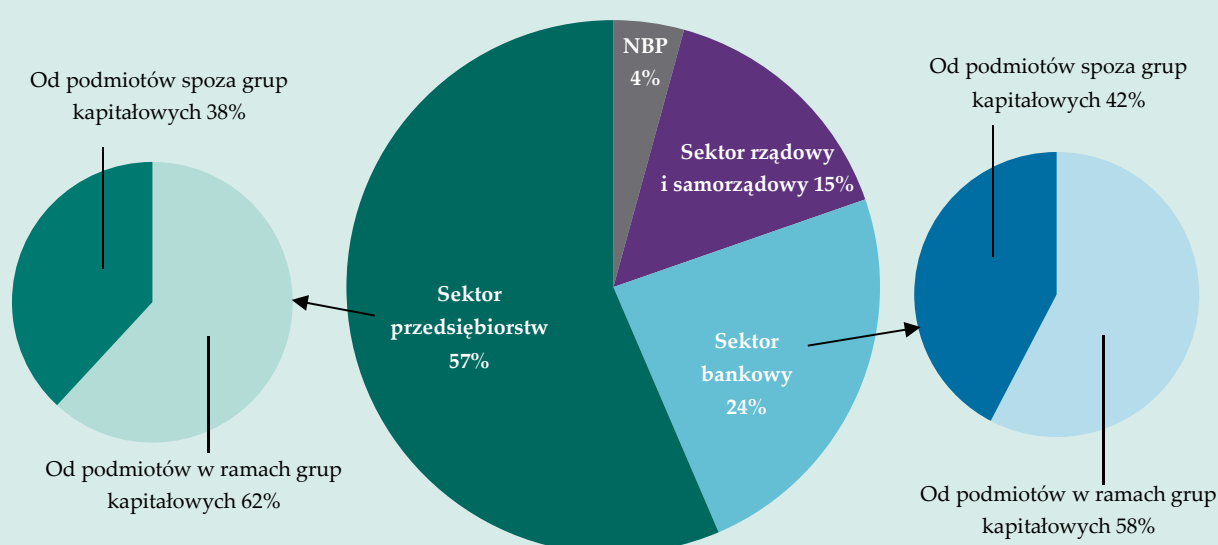
Wśród wielu wskaźników stosowanych do oceny stopnia nierównowagi zewnętrznej wykorzystuje się wskaźnik mierzący relację krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego powiększonego o przewidywany w danym roku deficyt na rachunku bieżącym oraz część długu długoterminowego zapadającego w tym roku do rezerw walutowych. W tym ujęciu rezerwy walutowe porównywane są z potrzebami pożyczkowymi od zagranicznych inwestorów. Jeśli wskaźnik ten wynosi jeden, to oznacza, że kraj jest w stanie całkowicie spłacić zadłużenie zagraniczne zapadające w danym roku oraz sfinansować deficyt na rachunku bieżącym bezpośrednio ze sprzedaży rezerw walutowych.

Omawiana reguła nie powinna być wykorzystywana mechanicznie, istotna jest bowiem dodatkowa informacja określająca prawdopodobieństwo odnowienia zapadającego zadłużenia. Na przykład krótkoterminowe kredyty udzielane w ramach międzynarodowych korporacji są praktycznie odnawiane w całości, ponieważ stanowią element długookresowego planu finansowego całej grupy. W tym wypadku przedłużenie finansowania nie zależy od bilansu płatniczego danej gospodarki, ale od zdolności pozyskania środków finansowych przez międzynarodowe przedsiębiorstwo.

W III kw. 2013 zadłużenie krótkoterminowe w Polsce wynosiło 88,4 mld EUR (zadłużenie o pierwotnym terminie zapadalności do jednego roku wynosiło 60,0 mld EUR), zadłużenie długoterminowe, którego termin spłaty przypada w ciągu jednego roku wynosiło 28,4 mld EUR, a prognozowany deficyt na rachunku bieżącym 7,9 mld EUR. Wielkości te stanowiły odpowiednio 23%, 7% oraz 2% PKB.

W sektorach najsilniej zadłużonych za granicą, tj. w przedsiębiorstwach i bankach, większość długu jest zaciągnięta wewnątrz grupy kapitałowej (Wykres R.4.1). Łącznie wartość zadłużenia wobec podmiotów powiązanych wyniosła 43,0 mld EUR w III kw. 2013 r., co stanowi 49% całkowitego krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego Polski w tym okresie (z czego 31 mld EUR przypadało na przedsiębiorstwa, a 12 mld EUR na banki). Ze względu na wysoką rentowność polskich banków i firm oraz dobre fundamenty polskiej gospodarki nie ma podstaw, by oczekiwać, że nie nastąpi pełne rolowanie tych zobowiązań. Niskie prawdopodobieństwo wycofania finansowania ze strony matek potwierdzają też pośrednio doświadczenia z przełomu 2008 i 2009 r., kiedy to, po upadku banku Lehman Brothers, finansowanie zagraniczne banków nie tylko nie zostało wycofane, ale jego skala została zwiększona.

Wykres R.4.1 Struktura zadłużenia zagranicznego Polski



Źródło: Dane NBP.

Zobowiązania krótkoterminowe wobec podmiotów niepowiązanych kapitałowo wyniosły w III kw. 2013 r. 43,4 mld EUR. Istotnym składnikiem tego zadłużenia są kredyty handlowe otrzymane od podmiotów niepowiązanych kapitałowo (wyniosły one 12,3 mld EUR w III kw. ub. r.). Zobowiązania te są jednak w znacznym stopniu równoważone przez należności polskich eksporterów od podmiotów zagranicznych. Jednocześnie, jak wskazują badania koniunktury NBP, zarówno należności od odbiorców zagranicznych, jak i zobowiązania polskich firm wobec zagranicznych dostawców, charakteryzują się wysokim udziałem wierzytelności spłacanych terminowo, co dodatkowo sprzyja refinansowaniu tych wierzytelności⁷⁰. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, należy oczekiwać, że przy zachowaniu istniejących poziomów wymiany handlowej z zagranicą również kredyty handlowe będą refinansowane.

Na pozostałe krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne składa się zadłużenie sektora rządowego i samorządowego (13,6 mld EUR), pozostałe krótkoterminowe zobowiązania przedsiębiorstw i banków (odpowiednio 6,7 mld EUR i 8,9 mld EUR) oraz rachunki bieżące i depozyty nierezidentów w NBP (3,8 mld EUR)⁷¹. Uwzględniając stopień zaspokojenia potrzeb pożyczkowych rządu na 2014 r. oraz wielkość lokat przedsiębiorstw i banków za granicą (odpowiednio 1,8 mld EUR i 6,8 mld EUR), można przyjąć, że również istotna część powyższych zobowiązań charakteryzuje się niskim ryzykiem refinansowania⁷².

Dość powszechnie uważa się, że ryzyko odpływu kapitału wiąże się z tym, że znaczną część polskich obligacji skarbowych mają w swych portfelach inwestorzy zagraniczni. Ryzyko to jest realne i może się przejściowo materializować w okresach poważnych zaburzeń na globalnych rynkach finansowych, gdy kapitał odpływa z rynków wschodzących. Dlatego traktuje się często napływ kapitału na rynek obligacji skarbowych jako funkcjonalnie podobny do napływu kapitału krótkoterminowego, mimo że chodzi o papiery długoterminowe.

Podejście takie jest uzasadnione w przypadku ok. 20% polskich obligacji skarbowych, które znajdują się w portfelach handlowych banków, a więc są rzeczywiście wykorzystywane do przeprowadzania transakcji krótkoterminowych. Trzeba jednak także brać pod uwagę, że poza okresami zaburzeń na rynkach finansowych, są to w przeważającej większości transakcje arbitrażowe, będące w istocie spekulacją o charakterze stabilizującym (*relative value trade*), obliczoną na powrót cen i relacji cenowych do ich poziomów równowagi, co w dłuższym okresie przyczynia się do zwiększenia płynności rynku obligacji skarbowych i zmniejszenia wrażliwości ich cen na przepływy kapitałowe.

Według danych Ministerstwa Finansów ok. 80% polskich obligacji skarbowych pozostających w posiadaniu zagranicznych inwestorów znajduje się w portfelach inwestorów długoterminowych: funduszy emerytalnych, towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy inwestycyjnych. Instytucje te kupują polskie obligacje głównie ze względu na ich wysoką jakość kredytową, korzystne krajowe uwarunkowania makroekonomiczne, a przede wszystkim płynność rynku obligacji skarbowych oraz fakt ich uwzględnienia w globalnych indeksach, które są portfelami odniesienia dla zarządzających funduszami.

⁷⁰ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2013 r. oraz prognoz na I kw. 2014 r., NBP.

⁷¹ Łączne zadłużenie sektora rządowego z tytułu dłużnych papierów wartościowych wyniosło w IV kw. 2013 r. 92,9 mld EUR.

⁷² Zgodnie z wypowiedzią Piotra Marcza, dyrektora Departamentu Długu Publicznego w Ministerstwie Finansów, zaspokojenie potrzeb pożyczkowych na 2014 r. wynosi 53% na dzień 4.02.2014 r.

W przypadku części inwestorów zagranicznych, tzw. funduszy indeksowych, ich strategia inwestycyjna polega na pełnej replikacji stóp zwrotu osiąganych przez indeks i jego profilu ryzyka. W powyższej sytuacji główną przyczyną popytu na polskie obligacje skarbowe nie jest dysparytet stóp procentowych (*carry trade*), lecz to, że zarządzający aktywami w funduszach indeksowych, a w długim okresie także w funduszach zarządzanych aktywnie, dostosowują strukturę portfeli inwestycyjnych do struktury portfeli wybranego globalnego indeksu obligacji. Osoba zarządzająca portfelem funduszu zarządzanego aktywnie może utrzymywać okresowo więcej lub mniej obligacji danego kraju w stosunku do portfela odniesienia – jeśli przeprowadza transakcje arbitrażowe mające na celu wykorzystywanie występujących na rynku anomalii cenowych – ale w dłuższym okresie udział obligacji danego kraju jest zgodny z jego udziałem w indeksie globalnym przyjętym przez daną instytucję jako rynkowy portfel odniesienia.

W takiej sytuacji wpływ długoterminowych inwestorów instytucjonalnych na kurs złotego w relatywnie małej mierze wynika z przepływów kapitałowych. Ujawnia się głównie pośrednio w okresach znacznego osłabiania się kursu złotego w wyniku wzrostu awersji do ryzyka na globalnym rynku finansowym, gdy inwestorzy długoterminowi zabezpieczają się przed skutkami osłabienia kursu złotego.

Z szacunków NBP wynika, że inwestorzy długoterminowi zazwyczaj nie zabezpieczają się przed ryzykiem spadku kursu złotego, ponieważ nie chcą oddawać w dyskoncie kursu terminowego korzyści z wyższego oprocentowania polskich obligacji. Gdy jednak kurs złotego ulega wyraźnemu osłabieniu, zabezpieczają się przed ryzykiem jego spadku, sprzedając polską walutę na rynku terminowym. Wywołany tym spadek kursu złotego na rynku terminowym pogłębia – w wyniku działania ubezpieczonego arbitrażu procentowego – spadek kursu złotego na rynku kasowym. Wynika to jednak nie z rzeczywistego odpływu kapitału, lecz z transakcji zabezpieczających inwestorów długoterminowych.

3 Polityka pieniężna w okresie listopad 2013 – marzec 2014 r.

Na posiedzeniach w listopadzie, grudniu 2013 r. oraz styczniu, lutym i marcu 2014 r. Rada utrzymała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 2,50% w skali rocznej, stopa lombardowa 4,00% w skali rocznej, stopa depozytowa 1,00% w skali rocznej, stopa redyskonta weksli 2,75% w skali rocznej. Równocześnie Rada wydłużała deklarowany okres utrzymywania stop procentowych na niezmiennym poziomie. W marcu 2014 r. Rada oceniła, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

W kolejnej części rozdziału przedstawiono opublikowane wcześniej *Opisy dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej* (ang. *minutes*) w listopadzie i grudniu 2013 r. oraz styczniu i lutym 2014 r., a także *Informację po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* w marcu br. *Opis dyskusji* na marcowym posiedzeniu RPP zostanie opublikowany 20 marca br., a następnie umieszczony w kolejnym *Raporcie*.

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 listopada 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 oraz listopadowej projekcji inflacji i PKB.

Omawiając kształtowanie się aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki, wskazywano na pewną poprawę koniunktury w gospodarce światowej w III kw. br. Zwrócono jednocześnie uwagę, że sytuacja gospodarcza na świecie jest zróżnicowana. W krajach rozwijających się wzrost gospodarczy nadal kształtuje się na niskim jak na te kraje poziomie, natomiast w niektórych krajach rozwiniętych wzrost stopniowo przyspiesza, choć utrzymują się ryzyka dla aktywności gospodarczej w tych krajach w kolejnych kwartałach.

Omawiając sytuację w Stanach Zjednoczonych podkreślano, że postępuje tam ożywienie gospodarcze, widoczne głównie w przemyśle przetwórczym oraz na rynku pracy. Zwracano przy tym uwagę na nieco słabsze od oczekiwań dane makroekonomiczne za wrzesień br. oraz na ryzyko osłabienia aktywności gospodarczej. Wiąże

się to z niepewnością co do przyszłej polityki fiskalnej w tym kraju oraz przejściowym wstrzymaniem działalności części federalnej administracji publicznej w październiku.

Dyskutując na temat sytuacji gospodarczej w strefie euro wskazywano, że kwartalna dynamika PKB w III kw. prawdopodobnie pozostała dodatnia. Jednak niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę na niepewność dotyczącą trwałości dalszego ożywienia koniunktury w niektórych krajach strefy euro ze względu na utrzymywanie się ryzyk w sektorze bankowym tych krajów. W trakcie dyskusji wyrażano również opinię, że – wobec obniżającej się inflacji w strefie euro – wzrosło prawdopodobieństwo dalszego poluzowania polityki pieniężnej przez Europejski Bank Centralny.

Zwracano także uwagę na lekkie przyspieszenie wzrostu PKB w Chinach w III kw. br. Jednocześnie podkreślano, że wzrost PKB nadal kształtował się na relatywnie niskim poziomie jak na tę gospodarkę. Niektórzy członkowie Rady wskazywali przy tym, że wciąż słaba aktywność gospodarcza w największych gospodarkach wschodzących jest związana zarówno ze względnie słabym wzrostem gospodarczym w

krajach rozwiniętych, jak i relatywnie słabą dynamiką popytu krajowego w gospodarkach wschodzących.

Analizując sytuację na międzynarodowych rynkach finansowych, część członków Rady wskazywała, że wzrost awersji do ryzyka w II i III kw. br. przyczynił się – podobnie jak w przypadku innych gospodarek wschodzących – do zmniejszenia zaangażowania nierezydentów na rynku polskich obligacji skarbowych oraz osłabienia kursu złotego. Wskazywano jednak, że osłabienie złotego było znacznie mniejsze niż wielu walut krajów rozwijających się. Ponadto, podkreślano, że od sierpnia złoty umocnił się. Zwrócono uwagę, że względna stabilność złotego mogła wynikać w szczególności ze zmniejszenia się nierównowagi zewnętrznej Polski w ostatnich kwartałach. Jednocześnie, stopniowe zmniejszenie zaangażowania nierezydentów ogranicza ryzyka związane z finansowaniem zadłużenia zagranicznego.

Omawiając bieżący stan koniunktury w Polsce członkowie Rady zwracali uwagę, że opublikowane od poprzedniego posiedzenia dane dotyczące krajowej aktywności gospodarczej wskazywały na jej dalsze ożywienie, w szczególności w sektorze przemysłowym. Wskazywano jednak również, że część z tych danych okazała się słabsza od oczekiwań, a zwiększenie dynamiki produkcji było dotychczas słabsze niż poprawa wskaźników wyprzedzających koniunktury. Ponadto wskazywano, że głównym czynnikiem przyspieszenia dynamiki aktywności był prawdopodobnie wzrost dynamiki popytu zewnętrznego, przy wciąż ograniczonej dynamice popytu krajowego.

Część członków Rady zwracała uwagę na utrzymującą się stagnację na rynku pracy, w tym wciąż podwyższony poziom bezrobocia, którego dotychczas nie ograniczał obserwowany w

ostatnich miesiącach nieznaczny wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Stagnacja na rynku pracy przyczynia się do niskiej dynamiki płac, co ogranicza presję kosztową oraz popytową w gospodarce.

Odnosząc się do perspektyw wzrostu gospodarczego, członkowie Rady wskazywali, że – w świetle projekcji listopadowej – wzrost PKB będzie najprawdopodobniej nadal stopniowo przyspieszał, choć ożywienie gospodarcze będzie na tyle umiarkowane, że luka popytowa pozostanie ujemna w całym horyzoncie projekcji. Część członków Rady zwracała uwagę, że do przyspieszenia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach powinna się przyczynić odbudowa popytu krajowego, w tym zwłaszcza inwestycyjnego, wspieranego przez napływ środków unijnych z nowej perspektywy budżetowej. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że czynnikiem hamującym wzrost inwestycji sektora prywatnego może być niska dynamika kredytów dla przedsiębiorstw.

Odnosząc się do projekcji inflacji, członkowie Rady podkreślali, że prognozowana inflacja wraca do przedziału odchyień w horyzoncie projekcji, ale nie zagraża realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Obok niskiej presji popytowej, niskiemu poziomowi inflacji – w świetle projekcji – powinna sprzyjać również niska presja na ceny surowców na świecie. Niektórzy członkowie Rady zwrócili uwagę, że wobec możliwej aprecjacji złotego w warunkach poprawy krajowej koniunktury, dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku niższej inflacji może być substytucja dóbr krajowych dobrami importowanymi.

Zdaniem niektórych członków Rady wzrost inflacji może być wyższy niż przewidywany w projekcji, jeśli presja popytowa będzie silniejsza niż zakładana w projekcji lub wystąpią negatywne wstrząsy na rynkach surowców. Ponadto, zdaniem tych członków, przewidywany w projekcji

przejściowy wzrost inflacji w II kw. 2014 r. mógłby – w przypadku przełożenia się go na wzrost oczekiwań inflacyjnych – spowodować pewne obniżenie realnej stopy procentowej. Zwrócono także uwagę, że istotnym czynnikiem ryzyka w kierunku wzrostu inflacji na świecie pozostaje nadal wysoce ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych.

Członkowie Rady byli zgodni, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione. Wskazywano, że obniżenie stóp procentowych w pierwszej połowie bieżącego roku oraz ich stabilizacja w II połowie br. sprzyja ożywieniu gospodarki krajowej, powrotowi inflacji do celu i stabilizacji na rynkach finansowych.

Rada oceniła, że mimo oczekiwanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego dynamika PKB w najbliższych latach (w horyzoncie projekcji) pozostanie umiarkowana, a ryzyko wyraźnego wzrostu wewnętrznej presji inflacyjnej, które zagrażałoby realizacji celu inflacyjnego, jest ograniczone. Taką ocenę wspierała także listopadowa projekcja PKB i inflacji. W związku z tym Rada uznała, że uzasadnione będzie utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 grudnia 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.

Omawiając kształtowanie się aktywności gospodarczej na świecie, członkowie Rady wskazywali na wciąż umiarkowany wzrost gospodarki światowej, w tym na utrzymywanie się umiarkowanego ożywienia w gospodarkach rozwiniętych i niski – w perspektywie historycznej – poziom dynamiki PKB w krajach wschodzących.

W szczególności zwracano uwagę na poprawę koniunktury w Stanach Zjednoczonych, która jednak związana jest częściowo z kontynuacją silnie ekspansywnej polityki pieniężnej w tym kraju. Część członków Rady zaznaczała przy tym, że biorąc pod uwagę możliwe zbliżanie się momentu rozpoczęcia ograniczania skali luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną, trwałość ożywienia w gospodarce amerykańskiej nie jest pewna. Jednocześnie członkowie ci oceniali, że zmniejszeniu skali luzowania ilościowego może towarzyszyć złagodzenie innych parametrów polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej, w tym zmiana parametrów forward guidance. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że polityka luzowania ilościowego spowodowała zmianę sposobu reagowania rynków finansowych na dane makroekonomiczne, a odejście od niej może być źródłem dodatkowej zmienności na rynkach finansowych.

Z kolei odnosząc się do strefy euro podkreślano, że ze względu na wciąż wysokie bezrobocie, trwający proces delewarowania oraz niepewność co do perspektyw tej gospodarki, wzrost PKB w III kw. kształtował się na poziomie jedynie nieznacznie powyżej zera. Zadaniem członków Rady trudno oczekiwać jego wyraźnego przyspieszenia w kolejnych kwartałach. Część członków Rady zwracała jednak uwagę, że w wielu krajach strefy euro zmniejsza się skala zacieśnienia fiskalnego, co w krótkim okresie powinno mieć pozytywny wpływ na ich wzrost gospodarczy. Wskazywano ponadto na obniżenie przez EBC w listopadzie br. podstawowej stopy procentowej i możliwość dalszego zwiększenia ekspansywności polityki

pieniężnej w strefie euro, co może wspierać wzrost popytu.

Analizując sytuację w krajach rozwijających się część członków Rady wskazywała, że prognozy wzrostu dla największych gospodarek wschodzących zostały w ostatnim okresie obniżone. Niektórzy członkowie Rady podkreślali w tym kontekście, że słabnący wzrost PKB w tych gospodarkach może być zjawiskiem trwałym, związanym z tzw. pułapką średniego dochodu. Ponadto, zdaniem tych członków Rady, również czynniki cykliczne (tj. umiarkowana skala ożywienia aktywności w krajach rozwiniętych) sprawiają, że trudno oczekiwać wyraźnego przyspieszenia PKB w krajach wschodzących, a zwłaszcza tych, które są eksporterami surowców.

Omawiając procesy inflacyjne wskazywano, że inflacja na świecie kształtuje się na niskim poziomie. Sprzyja temu umiarkowana aktywność gospodarcza i obniżanie się cen surowców na rynkach międzynarodowych. Część członków Rady zwracała uwagę, że w ostatnim okresie w niektórych krajach nasiliły się ryzyka deflacyjne. W szczególności zagrożenie obniżenia się inflacji poniżej zera prawdopodobnie skłoniło EBC do obniżenia podstawowej stopy procentowej, a Bank Czech do wprowadzenia asymetrycznego celu kursowego.

Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że bezprecedensowa skala luzowania ilościowego prowadzonego przez główne banki centralne może w dłuższym okresie oddziaływać w kierunku zwiększenia obaw o wyraźny wzrost inflacji na świecie. Inni członkowie Rady wskazywali, że dodatkowa płynność dostarczona systemowi finansowemu przez główne banki centralne nie wpłynęła jak dotychczas na wzrost podaży pieniądza. Stąd nie widać obecnie presji inflacyjnej na rynku dóbr konsumpcyjnych. Wyraźny wzrost cen aktywów w warunkach utrzymywania się umiarkowanego wzrostu gospodarczego na

świecie świadczy natomiast – zdaniem tych członków Rady – o wykorzystaniu dodatkowej płynności do inwestowania w aktywa finansowe.

Odnosząc się do krajowej aktywności gospodarczej członkowie Rady zwracali uwagę na dane o PKB, które potwierdziły kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w III kw. 2013 r. Część członków Rady podkreślała jednak, że choć po kilku kwartałach spadek popyt krajowy zwiększył się, to jego przyrost był wciąż niewielki, a głównym czynnikiem wzrostu pozostał eksport netto. Niektórzy członkowie Rady zwracali w tym kontekście uwagę, że wobec niskiego wzrostu w otoczeniu polskiej gospodarki i utrzymującego się ryzyka osłabienia koniunktury za granicą, skala dalszego ożywienia aktywności w Polsce obarczona jest niepewnością. Jednocześnie wskazywano na pewne spowolnienie wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w październiku, którym towarzyszyły jednak dalsza poprawa wskaźników koniunktury, w tym PMI dla przemysłu, oraz stopniowe wyhamowywanie spadków produkcji budowlano-montażowej.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy zwracano uwagę, że nieco przyspieszyła dynamika wynagrodzeń, co może sprzyjać dalszemu ożywieniu konsumpcji. Jednocześnie wciąż podwyższona stopa bezrobocia wskazuje, że nie należy oczekiwać rozluźnienia dyscypliny płac. W tym kontekście podkreślano, że dynamika jednostkowych kosztów pracy w gospodarce od kilku lat kształtuje się na niskim poziomie.

Oceniając sytuację na rynku kredytowym, część członków Rady podkreślała, że złagodzenie polityki kredytowej instytucji finansowych w segmencie kredytów konsumpcyjnych – wraz z poprawą nastrojów konsumenckich – przyczyniło się do widocznego od kilku miesięcy wyraźnego przyrostu tych kredytów, co wspiera ożywienie popytu konsumpcyjnego. W połączeniu ze stabilnym przyrostem kredytów mieszkaniowych

składa się to na stopniowe zwiększanie się dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych. Nadal niska jest jednak dynamika akcji kredytowej dla sektora przedsiębiorstw, przede wszystkim jeśli chodzi o kredyty inwestycyjne. Może to wskazywać na wciąż ograniczony wzrost popytu inwestycyjnego ze strony firm, zwłaszcza biorąc pod uwagę niepełne wykorzystanie mocy wytwórczych w gospodarce. Omawiając sytuację w sektorze bankowym zwracano uwagę na dalsze obniżanie się dynamiki depozytów gospodarstw domowych.

Odnosząc się do kształtowania się inflacji, członkowie Rady wskazywali, że w październiku br. wskaźnik CPI obniżył się i inflacja pozostała wyraźnie poniżej celu. Zwracano ponadto uwagę, że na niskim poziomie utrzymała się inflacja bazowa, nadal ujemna była dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu, a prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego obniżyły się. Część członków Rady podkreślała, że dostępne prognozy wskazują na niskie ryzyko przekroczenia celu w 2014 r. Niektórzy członkowie Rady wskazywali jednak, że inflacja bazowa kształtuje się na poziomie, który w przeszłości nie gwarantował stabilizacji inflacji CPI w przedziale odchyień od celu.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennic. Podkreślano, że obniżenie stóp procentowych w pierwszej połowie bieżącego roku oraz ich stabilizacja w kolejnych kwartałach sprzyja ożywieniu gospodarki krajowej, stopniowemu powrotowi inflacji do celu i stabilizacji na rynkach finansowych.

Rada podtrzymała ocenę, że w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada potwierdziła, że uzasadnione jest jej zdaniem utrzymanie stóp procentowych na

obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.

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

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 stycznia 2014 r.

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

Omawiając kształtowanie się aktywności gospodarczej za granicą, wskazywano, że koniunktura na świecie stopniowo poprawia się. Członkowie Rady podkreślali, że skala poprawy pozostaje zróżnicowana, jednak zróżnicowanie to jest inne niż w poprzednich latach. W krajach rozwiniętych pojawiły się sygnały wyraźnego ożywienia wzrostu gospodarczego. Z kolei w krajach wschodzących wzrost gospodarczy kształtuje się na niskim – jak na te kraje – poziomie.

W Stanach Zjednoczonych wyraźne przyspieszenie wzrostu gospodarczego oraz obniżenie się stopy bezrobocia (częściowo na skutek spadku liczby aktywnych zawodowo) skłoniły Rezerwę Federalną do rozpoczęcia zmniejszania skali łagodzenia ilościowego. Jednocześnie wydłużono sugerowany horyzont utrzymywania stóp procentowych blisko zera. Z kolei w strefie euro nastroje podmiotów gospodarczych poprawiły się. Poprawie tej nie towarzyszyło jednak dotychczas znaczące ożywienie wzrostu gospodarczego. W związku z przewidywanym brakiem presji popytowej Europejski Bank Centralny podtrzymał zapowiedź utrzymania stóp procentowych na bieżącym lub niższym poziomie. Część członków

Rady zwracała w tym kontekście uwagę na wciąż trudną sytuację europejskiego sektora bankowego. Wskazywali oni, że wpływając negatywnie na dynamikę kredytu w strefie euro ogranicza ona wzrost PKB w tym regionie. Równocześnie podkreślano, że sytuacja gospodarcza w Niemczech – będących głównym partnerem handlowym Polski – pozostaje korzystna na tle pozostałych krajów strefy euro. Wskazywano na poprawę koniunktury w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, również silnie powiązanych z gospodarką niemiecką. Zwracano jednak uwagę, że prognozy nie wskazują jednoznacznie na dalsze znaczące ożywienie wzrostu gospodarczego w Niemczech.

Omawiając sytuację w otoczeniu polskiej gospodarki wskazywano również, że inflacja na świecie kształtuje się na niskim poziomie. Sprzyja temu umiarkowana aktywność gospodarcza i stabilizacja cen surowców na rynkach międzynarodowych, w szczególności energetycznych, której sprzyjają zmiany strukturalne na rynku ropy naftowej i gazu ziemnego. Niektórzy członkowie Rady oceniali, że należy oczekiwać stabilizacji lub spadku cen surowców w najbliższych latach.

Omawiając sytuację na rynkach finansowych, część członków Rady zwracała uwagę, że decyzja Rezerwy Federalnej o zmniejszeniu skali łagodzenia ilościowego w Stanach Zjednoczonych przyczyniła się do niewielkiego wzrostu zmienności cen aktywów na niektórych rynkach wschodzących. Członkowie ci wskazywali przy tym, że ceny polskich aktywów pozostały stabilne, co może świadczyć o pozytywnej ocenie przez inwestorów fundamentów polskiej gospodarki.

Odnosząc się do krajowej aktywności gospodarczej, niektórzy członkowie Rady byli zdania, że ożywienie aktywności w kolejnych kwartałach będzie wyraźne i może stosunkowo szybko domknąć lukę popytową. Część członków

Rady wskazywała na przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej (po wyeliminowaniu czynników sezonowych i kalendarzowych), a także ograniczenie spadku produkcji budowlano-montażowej. Członkowie Rady zwracali ponadto uwagę, że ważnym czynnikiem wpływającym na dynamikę PKB w 2014 r. i w kolejnych latach będzie kształt polityki fiskalnej. Niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w nadchodzących latach istnieje pewne ryzyko poluzowania dyscypliny płacowej w sferze budżetowej. Inni członkowie Rady byli zdania, że – biorąc pod uwagę utrzymanie wobec Polski procedury nadmiernego deficytu – wzrost dynamiki wydatków publicznych w kolejnych latach jest mało prawdopodobny. Wskazywano w szczególności na ryzyko zmniejszenia napływu środków unijnych w przypadku braku kontynuacji działań mających na celu dalsze ograniczenie nierównowagi sektora finansów publicznych.

Omawiając możliwą strukturę wzrostu PKB w Polsce w kolejnych kwartałach niektórzy członkowie Rady podkreślali, że choć istotnym wsparciem dla krajowego eksportu jest wysoka konkurencyjność cenowa polskich firm, to można oczekiwać zmniejszenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB ze względu na przyspieszenie popytu konsumpcyjnego oraz wzrost dynamiki nakładów brutto na środki trwałe.

Część członków Rady zwracała w szczególności uwagę, że pobudzenie popytu krajowego może być sygnalizowane przez poprawę prognoz przedsiębiorstw widoczną w badaniach ankietowych NBP, w tym w zwiększeniu skłonności firm do podejmowania inwestycji. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na nadal niską dynamikę kredytów inwestycyjnych.

Oceniając sytuację na rynku kredytowym, wskazywano na nadal niską dynamikę kredytów dla przedsiębiorstw, której jednak towarzyszy wzrost dynamiki kredytów konsumpcyjnych, a

także stabilny przyrost kredytów mieszkaniowych. Omawiając sytuację w sektorze bankowym niektórzy członkowie Rady zwracali również uwagę na dalsze obniżanie się dynamiki depozytów gospodarstw domowych.

Dyskutując o wzroście gospodarczym członkowie Rady odnosili się także do długofalowych wyzwań dotyczących polityki strukturalnej i regionalnej, a także dotyczącej konkurencyjności polskich przedsiębiorstw. W tym kontekście niektórzy członkowie Rady podkreślali, że dla polskiej gospodarki korzystne byłoby zwiększenie roli środków unijnych we współfinansowaniu projektów z zakresu badań i rozwoju.

Omawiając bieżącą sytuację na rynku pracy członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż podwyższoną stopę bezrobocia, która hamuje wzrost płac, a także ogranicza perspektywy silnego ożywienia konsumpcji. Zdaniem niektórych członków Rady, ożywienie gospodarcze jest nadal niewystarczająco silne, by pobudzić wyraźny wzrost zatrudnienia. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wraz z dalszą poprawą koniunktury prawdopodobny jest wyraźniejszy wzrost popytu na pracę, co sygnalizują także badania ankietowe NBP. Badania te nie wskazują jednak na ryzyko wyraźnego przyspieszenia wzrostu płac w przedsiębiorstwach. Niektórzy członkowie Rady zwracali także uwagę, że wzrost płacy minimalnej od początku br. i związane z nim zwiększenie niektórych świadczeń socjalnych do niej indeksowanych może oddziaływać w kierunku ożywienia popytu konsumpcyjnego. Argumentowano równocześnie, że typowy dla fazy ożywienia gospodarczego jest wzrost wydajności, który ogranicza ryzyko nadmiernego wzrostu presji kosztowej ze strony rynku pracy w najbliższych kwartałach.

Odnosząc się do procesów inflacyjnych, członkowie Rady wskazywali, że w listopadzie

wskaźnik CPI obniżył się i inflacja nadal kształtowała się wyraźnie poniżej celu. O słabej presji popytowej i kosztowej świadczą ponadto niska inflacja bazowa i ujemna dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Członkowie Rady zwracali również uwagę na wciąż niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych i firm oraz prognozy inflacyjne analityków sektora finansowego.

Członkowie Rady podkreślali, że w świetle dostępnych prognoz inflacja w 2014 r. będzie kształtowała się na niższym poziomie niż przewidywany w projekcji listopadowej, choć w pierwszych dwóch kwartałach br. może mieć miejsce umiarkowany wzrost wskaźnika CPI, co będzie wynikać ze statystycznych efektów bazy. Zdaniem części członków Rady utrzymaniu się inflacji w kolejnych kwartałach poniżej celu inflacyjnego będzie prawdopodobnie sprzyjała – obok niskiej presji popytowej – również stabilizacja cen surowców energetycznych. Inni członkowie Rady wskazywali jednak na czynniki mogące ich zdaniem podwyższyć inflację w nadchodzącym okresie: wzrost presji popytowej oraz podwyższenie podatków lokalnych, a także wzrost cen gazu i niektórych usług związanych ze sferą publiczną.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione. Ponadto, Rada podtrzymała ocenę, że w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada potwierdziła, że uzasadnione jest jej zdaniem utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. Członkowie Rady uznali jednocześnie, że pełniejsza ocena co do dalszego horyzontu utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie będzie możliwa po zapoznaniu się przez Radę z wynikami marcowej projekcji NBP.

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

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

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

Oceniając koniunkturę za granicą zwracano uwagę, że ożywienie w gospodarce światowej jest wciąż umiarkowane. Informacje dotyczące strefy euro sygnalizują kontynuację powolnej poprawy aktywności w tej gospodarce. Natomiast w Stanach Zjednoczonych – mimo wyższej niż w strefie euro dynamiki aktywności – pojawiły się sygnały osłabienia koniunktury w stosunku do wcześniejszych oczekiwań. Równocześnie w Chinach i pozostałych gospodarkach wschodzących, w których wzrost gospodarczy spowolnił do niskiego jak na te kraje poziomu, utrzymuje się niepewność co do dalszych zmian dynamiki PKB. Niektórzy członkowie Rady zwracali dodatkowo uwagę, że uwzględniając dotychczasową znaczną skalę i ograniczoną skuteczność stymulacji wzrostu w gospodarkach wschodzących, dalsze możliwości podbudowania aktywności przez działania tamtejszych władz gospodarczych są niewielkie.

W kontekście uwarunkowań zewnętrznych omawiano także reakcje rynków finansowych na ograniczenie skali łagodzenia ilościowego przez Rezerwę Federalną oraz wzrost ryzyka zawieszenia obsługi zobowiązań przez Argentynę. Wydarzenia te negatywnie wpłynęły na nastroje uczestników rynków. Pogorszenie nastawienia inwestorów w szczególności w stosunku do

niektórych gospodarek wschodzących przełożyło się na odpływ kapitału z części tych krajów i osłabienie ich kursów walutowych. Aby ograniczyć skalę deprecjacji niektóre banki centralne interweniowały na rynku walutowym lub podwyższyły stopy procentowe. Część członków Rady wskazywała, że zacieśnienie polityki pieniężnej nastąpiło w gospodarkach, które charakteryzowały się podwyższoną inflacją i wyraźną nierównowagą zewnętrzną. Podwyższenie stóp procentowych było tam zatem zbieżne z dążeniem do przywrócenia równowagi makroekonomicznej – wewnętrznej i zewnętrznej.

W Polsce kurs złotego – tj. waluty kraju zaliczanego zwykle do rynków wschodzących – osłabił się stosunkowo nieznacznie. Zdaniem członków Rady odporność kursu złotego na zmiany nastrojów na rynkach finansowych sprzyja stosunkowo korzystnej sytuacji gospodarczej w Polsce, w tym brak znaczących nierównowag.

Odnosząc się do krajowego wzrostu gospodarczego wskazywano, że wstępne dane o PKB za 2013 r. oraz miesięczne dane o aktywności gospodarczej i wskaźniki koniunktury świadczą o kontynuacji stopniowego ożywienia wzrostu. Członkowie Rady zwracali przy tym uwagę, że implikowane dane o PKB w IV kw. 2013 r. potwierdzają wciąż znaczący wkład eksportu netto do wzrostu PKB, przy nadal słabym popycie krajowym (w tym zwłaszcza inwestycyjnym). Część członków Rady argumentowała, że obecna struktura wzrostu PKB – bazująca w dużej mierze na eksporcie, przy jedynie stopniowej odbudowie popytu wewnętrznego – sprzyja utrzymaniu niskiej presji inflacyjnej, a równocześnie przyczynia się do zachowania równowagi gospodarki polskiej.

Zdaniem części członków Rady w kolejnych kwartałach – wraz z dalszą poprawą perspektyw wzrostu – aktywność inwestycyjna powinna się istotnie zwiększyć. Część członków Rady

argumentowała, że w warunkach dobrej sytuacji finansowej firm oraz niskiego kosztu kredytu czynnikiem zachęcającym przedsiębiorstwa do inwestowania będzie relatywnie wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych. Członkowie ci podkreślali, że na korzystne perspektywy wzrostu inwestycji przedsiębiorstw wskazują badania koniunktury NBP, w których widoczne jest przyspieszenie prognozowanej wielkości nakładów w 2014 r. oraz wzrost odsetka firm planujących rozpoczęcie nowych projektów. Niektórzy członkowie Rady zwracali uwagę, że zwiększeniu nakładów na środki trwałe powinno także sprzyjać ponowne ożywienie inwestycji związanych z dalszym napływem środków unijnych, w tym do sektora samorządowego.

Analizując perspektywy dalszego ożywienia konsumpcji członkowie Rady zwracali uwagę na wciąż niską dynamikę dochodów do dyspozycji, ograniczającą wzrost wydatków gospodarstw domowych. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady oceniali, że niska inflacja oraz stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy będą w nadchodzących kwartałach oddziaływać w kierunku pobudzenia spożycia indywidualnego.

Omawiając perspektywy kształtowania się handlu zagranicznego, część członków Rady podkreślała, że niskie koszty pracy w Polsce nadal sprzyjają wysokiej konkurencyjności cenowej polskich dóbr za granicą, a przez to wzrostowi eksportu. Korzystne perspektywy dla eksportu wspiera także przewidywane przyspieszenie dynamiki aktywności u głównych partnerów handlowych Polski, widoczne w rewizjach w górę prognoz wzrostu ich PKB. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady wskazywali, że przyspieszenie importu związane z prognozowanym ożywieniem inwestycji będzie oddziaływać w kierunku obniżenia wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Analizując wzrost akcji kredytowej część członków Rady zwracała uwagę, że jest on wciąż niewielki.

W szczególności niska pozostaje dynamika kredytu inwestycyjnego dla firm, co – zdaniem tych członków Rady – świadczy o nadal dużej awersji do ryzyka zarówno banków, jak i przedsiębiorstw. Niektórzy członkowie Rady podkreślali jednak, że dynamika kredytu dla sektora prywatnego przyspiesza. Wskazywali oni w szczególności na rosnącą dostępność kredytu dla firm, widoczną we wzroście odsetka zaakceptowanych wniosków kredytowych. W kontekście oczekiwanego w kolejnych kwartałach ożywienia aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw będzie to oddziaływało w kierunku ożywienia akcji kredytowej dla tego sektora, zwłaszcza wobec deklarowanego przez banki łagodzenia kryteriów udzielania niektórych kredytów.

Odnosząc się do sytuacji na rynku pracy część członków Rady podkreślała, że jak dotychczas poprawia się ona bardzo powoli. W szczególności wzrost zatrudnienia jest niewystarczający, aby nastąpiło obniżenie stopy bezrobocia. W efekcie, na koniec 2013 r. stopa bezrobocia była wciąż relatywnie wysoka. Niektórzy członkowie Rady oceniali jednak, że wzrost prawdopodobieństwa znalezienia pracy oraz wzrost relacji niesubsydiowanych wakatów do liczby bezrobotnych świadczą o korzystnych perspektywach rozwoju sytuacji na rynku pracy. Zdaniem tych członków Rady pozytywnymi sygnałami jest również pewna poprawa deklarowanej skłonności przedsiębiorstw do zwiększania zatrudnienia oraz ograniczenie obaw osób prywatnych przed utratą pracy.

W kontekście wpływu sytuacji na rynku pracy na inflację część członków Rady podkreślała, że wciąż wysoka stopa bezrobocia hamuje zarówno presję kosztową (poprzez ograniczanie presji płacowej), jak i popytową (poprzez zmniejszanie dochodów do dyspozycji). Członkowie ci wskazywali na utrzymywanie się od kilku lat niskiej dynamiki wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy.

Niektórzy członkowie Rady oceniali przy tym, że także w perspektywie kolejnych kwartałów wzrost jednostkowych kosztów pracy powinien pozostać niski. Inni członkowie Rady argumentowali, że w reakcji na poprawiającą się koniunkturę presja płacowa może pojawić się dość szybko, stąd tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w krótkim czasie może się wyraźnie zwiększyć.

Analizując przebieg procesów inflacyjnych członkowie Rady zwracali uwagę, że inflacja – w tym inflacja bazowa – jest wciąż bardzo niska, a dostępne prognozy wskazują na jej prawdopodobne utrzymanie się na niskim poziomie w kolejnych kwartałach. Utrzymaniu niskiej inflacji bazowej sprzyja dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz wciąż niska inflacja u głównych partnerów handlowych Polski. Z kolei ryzyko istotnego wzrostu cen energii lub żywności ogranicza sytuacja na międzynarodowych rynkach surowcowych, gdzie umiarkowana skala ożywienia globalnej koniunktury sprzyja stabilizacji cen. Oznacza to brak istotnego ryzyka wyraźnego wzrostu presji inflacyjnej w Polsce w nadchodzącym okresie. Jednocześnie niektórzy członkowie Rady argumentowali, że bank centralny w swojej polityce pieniężnej powinien uwzględniać to, że niski poziom inflacji wynika częściowo z czynników przejściowych i niezależnych od krajowej polityki pieniężnej.

Rada uznała, że na bieżącym posiedzeniu stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennic. Ponadto, Rada podtrzymała ocenę, że w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada potwierdziła, że uzasadnione jest jej zdaniem utrzymanie stóp procentowych na obecnym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. Rada uznała, że pełniejsza ocena średniookresowych perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego będzie możliwa

po zapoznaniu się z wynikami marcowej projekcji NBP.

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

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 4-5 marca 2014 r.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie: stopa referencyjna 2,50% w skali rocznej, stopa lombardowa 4,00% w skali rocznej, stopa depozytowa 1,00% w skali rocznej, stopa redyskonta weksli 2,75% w skali rocznej.

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. W Stanach Zjednoczonych koniunktura – pomimo sygnałów pewnego osłabienia w ostatnim okresie – pozostaje korzystna. Równocześnie w strefie euro następuje powolne ożywienie wzrostu, choć jego skala jest dotychczas niewielka. W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej w dalszym ciągu kształtuje się na niskim jak na te kraje poziomie. W części z nich wskaźniki koniunktury pogorszyły się w ostatnim okresie. Umiarkowane tempo wzrostu aktywności gospodarczej na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.

Dane o krajowej aktywności gospodarczej potwierdzają kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w Polsce. W IV kw. roczna dynamika PKB była wyższa niż w III kw. 2013 r. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał eksport netto. Jednocześnie zwiększył się wkład popytu krajowego do wzrostu PKB. Było to związane z

przyspieszeniem dynamiki konsumpcji oraz inwestycji.

Na kontynuację stopniowego ożywienia na początku roku wskazuje utrzymanie się wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu. Jednocześnie dynamika produkcji budowlano-montażowej była ujemna. Wskaźniki koniunktury sygnalizują jednak dalsze ożywienie gospodarcze w kolejnych kwartałach.

Stopniowe ożywienie gospodarcze oddziałuje w kierunku poprawy sytuacji na rynku pracy. Według BAEL, w IV kw. liczba pracujących w gospodarce była wyższa niż rok wcześniej. Sprzyjało to pewnemu obniżeniu stopy bezrobocia, która pozostała jednak na podwyższonym poziomie. Nadal podwyższone bezrobocie sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki płac w gospodarce.

Według wstępnych danych, inflacja CPI w styczniu br. wyniosła 0,7%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Towarzyszyło temu obniżenie inflacji bazowej, co potwierdza nadal ograniczoną presję popytową. Niską presję kosztową w gospodarce sygnalizuje dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Towarzyszy temu utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych.

Akcja kredytowa dla sektora prywatnego – choć powoli przyspiesza – pozostaje niska. W szczególności, od połowy 2013 r. stopniowo przyspieszała dynamika kredytów konsumpcyjnych. W ostatnich miesiącach nieznacznie wzrosła również – z niskiego poziomu – dynamika kredytów mieszkaniowych oraz kredytów dla 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 marcową projekcją z modelu NECMOD – przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 14 lutego 2014 r. (cut-off date dla projekcji) – inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,8-1,4% w 2014 r. (wobec 1,1-2,2% w projekcji z listopada 2013 r.), 1,0-2,6% w 2015 r. (wobec 1,1-2,6%) oraz 1,6-3,3% w 2016. Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według tej projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9-4,2% w 2014 r. (wobec 2,0-3,9% w projekcji z listopada 2013 r.), 2,7-4,8% w 2015 r. (wobec 2,1-4,5%) oraz 2,3-4,8% w 2016 r.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. Taką ocenę potwierdza marcowa projekcja inflacji i PKB. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Rada ocenia, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

W ocenie Rady, obniżenie stóp procentowych w pierwszym półroczu ub. r. oraz utrzymywanie ich na niezmiennym poziomie w kolejnych kwartałach sprzyja ożywieniu krajowej gospodarki, stopniowemu powrotowi inflacji do celu oraz stabilizacji na rynkach finansowych.

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 NECMOD⁷³. Projekcja powstała jako wynik procesu iteracyjnego, w trakcie którego korygowane były ścieżki niektórych zmiennych modelu, jeżeli nie były one zgodne z intuicją ekonomiczną ekspertów NBP, bazującą na ich wiedzy o procesach gospodarczych. Zarząd NBP zatwierdził przekazanie projekcji Radzie Polityki Pieniężnej. Projekcja stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada Polityki Pieniężnej podejmuje decyzje o poziomie stóp procentowych NBP.

Projekcja marcowa z modelu NECMOD obejmuje okres od I kw. 2014 r. do IV kw. 2016 r. – punktem startowym projekcji jest IV kw. 2013 r.

Projekcja została przygotowana przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP z uwzględnieniem danych dostępnych do 14 lutego 2014 r.

⁷³ Aktualna wersja dokumentacji modelu jest dostępna na stronie internetowej NBP.

4.1 Synteza

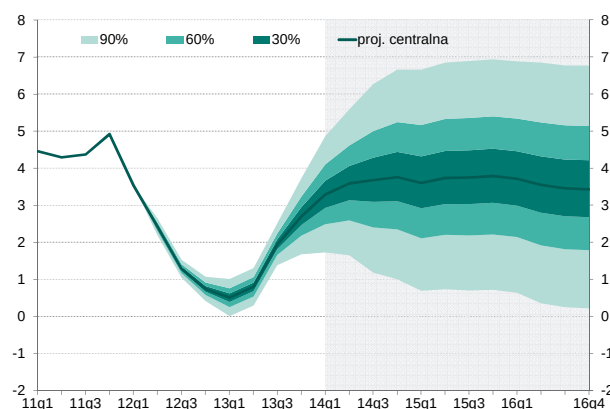
Polska gospodarka znajduje się w fazie ożywienia, co oznacza realizowanie się scenariusza zarysowanego w poprzedniej *Projekcji inflacji i PKB* (Wykres 4.1). Ożywieniu w Polsce sprzyja poprawa sytuacji za granicą. W strefie euro w IV kw. 2013 r. odnotowano po raz pierwszy od 2011 r. dodatnią dynamikę PKB w ujęciu r/r. Kwartalne szacunki GUS wskazują na korzystną strukturę wzrostu w gospodarce krajowej. Na dynamikę 2,7% r/r w IV kw. ub.r.łożył się dodatni wkład do wzrostu spożycia indywidualnego, zbiorowego, inwestycji oraz eksportu netto.

W latach 2014-2015, w ślad za postępującą poprawą sytuacji za granicą oraz napływem funduszy z nowo uzgodnionej strategii finansowej UE na lata 2014-2020, dynamika PKB przyspieszy. Ze względu na jedynie umiarkowaną poprawę koniunktury w strefie euro pozostanie ona jednak na poziomie niższym od wieloletniej średniej sprzed światowego kryzysu finansowego. Ożywieniu sprzyjać będzie również historycznie niski poziom stóp procentowych NBP, które - zgodnie z przyjmowanym w każdej rundzie progностycznej założeniem - w całym horyzoncie projekcji pozostają na niezmiennym poziomie.

W 2016 r., w wyniku zakończenia rozliczenia perspektywy finansowej UE 2007-2013, zmniejszy się napływ transferów unijnych, co obniży dynamikę popytu krajowego. W mniejszym stopniu osłabnie tempo wzrostu PKB ze względu na antycykliczny charakter eksportu netto i utrzymanie się relatywnie dobrej koniunktury za granicą.

Wraz z ożywieniem w polskiej gospodarce, PKB będzie rósł szybciej niż produkt potencjalny. W konsekwencji ujemna od II kw. 2012 r. luka popytowa, będąca syntetyczną miarą presji

Wykres 4.1 PKB (r/r, %)



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

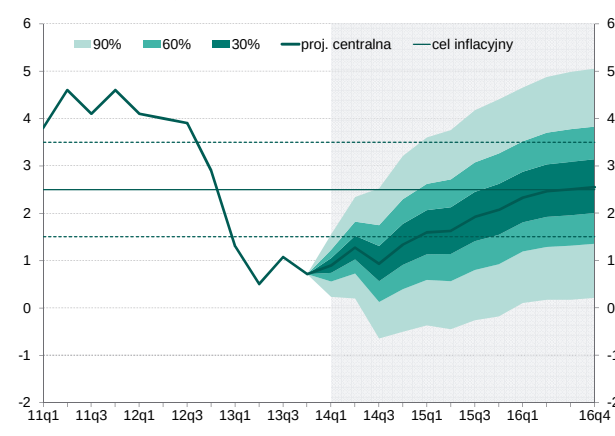
inflacyjnej w gospodarce, zacznie się stopniowo domykać i w latach 2015-2016 będzie kształtować się na poziomie bliskim zera.

Ze względu na charakter dostosowań cenowych w gospodarce, inflacja CPI z opóźnieniem reaguje na poziom luki popytowej. Niski poziom inflacji w krótkim horyzoncie projekcji jest zatem skutkiem spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego w 2013 r., wpływającego zwłaszcza na poziom inflacji bazowej (Wykres 4.2). Dodatkowo do utrzymania niskiej inflacji w 2014 r. przyczynią się decyzje regulacyjne URE: obniżka cen energii elektrycznej oraz nieznaczna podwyżka cen gazu ziemnego w styczniu br.

Ożywienie w polskiej gospodarce wpłynie w latach 2015-2016 na wzrost dynamiki cen wszystkich głównych komponentów koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych (inflacji bazowej, cen żywności, cen energii). Inflacja CPI pozostanie jednak, ze względu na umiarkowaną skalę ożywienia, na relatywnie niskim poziomie, kształtując się do I kw. 2016 r. poniżej celu inflacyjnego NBP. Ograniczeniu presji inflacyjnej sprzyjać będą także stabilne ceny surowców na rynkach światowych przy wolno rosnącym popycie globalnym oraz wzroście podaży ropy naftowej i gazu ziemnego z łupków.

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

Wykres 4.2 Inflacja CPI (r/r, %)



odzwierciedlenie w wykresach wachlarzowych dla obu wymienionych zmiennych (Wykres 4.1, Wykres 4.2).

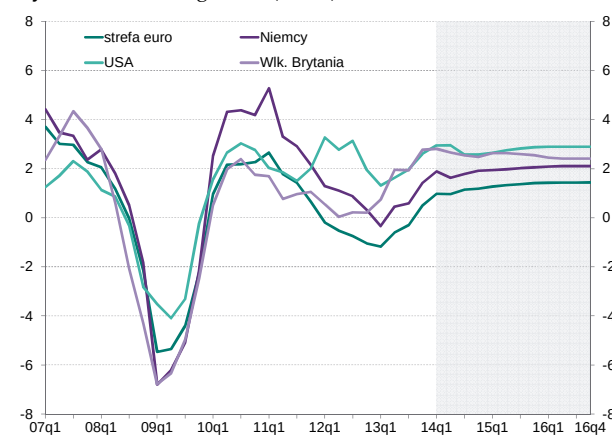
4.2 Otoczenie zewnętrzne

Tempo wzrostu PKB w gospodarkach rozwiniętych, w szczególności w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii w 2013 r. ukształtowało powyżej założeń z projekcji listopadowej. W konsekwencji, w bieżącej rundzie progностycznej oczekiwania dotyczące przyszłego wzrostu gospodarczego za granicą zostały zrewidowane w górę, choć nadal kształtują się poniżej średniej wieloletniej sprzed kryzysu finansowego⁷⁴.

Spośród głównych partnerów handlowych Polski, w horyzoncie projekcji najkorzystniej kształtują się perspektywy wzrostu w Stanach Zjednoczonych. Prognozowana dynamika PKB dla gospodarki amerykańskiej rośnie w latach 2014-2016 do średniego poziomu 2,8% r/r (Wykres 4.3). Za takim scenariuszem przemawia m.in. obniżająca się stopa bezrobocia, utrzymujący się wzrost produkcji przemysłowej oraz poprawa nastrojów przedsiębiorców (por. rozdz. 1.1 *Aktywność gospodarcza na świecie*).

W strefie euro w latach 2014-2016 oczekuje się wzrostu na poziomie średnio 1,3% r/r. Prognoza umiarkowanego ożywienia gospodarczego w tym regionie jest wspierana korzystnymi perspektywami dla eksportu strefy euro, w związku z szybszym wzrostem popytu w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii oraz postępującą restrukturyzacją sektora eksportowego w krajach peryferyjnych strefy. Oczekuje się również stopniowej odbudowy popytu wewnętrznego strefy euro, na co wskazują pozytywne odczyty nastrojów konsumentów i producentów (szczególnie w gospodarce niemieckiej, włoskiej i

Wykres 4.3 PKB za granicą (r/r, %)



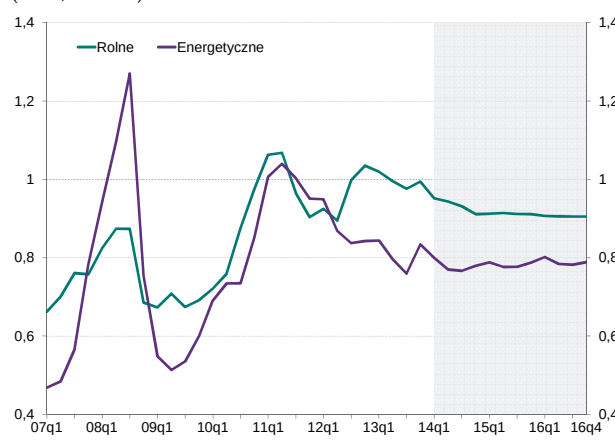
⁷⁴ W modelu NECMOD otoczenie zagraniczne reprezentowane jest przez strefę euro, Wielką Brytanię oraz Stany Zjednoczone.

hiszpańskiej). Dodatkowo, wraz ze spowolnieniem tempa konsolidacji fiskalnej w państwach strefy, zmniejszy się jej negatywny wpływ na dynamikę PKB. Czynnikiem ograniczającym popyt wewnętrzny w strefie euro pozostanie kontynuacja procesu oddłużania sektora prywatnego oraz problemy w dostępie do kredytu bankowego dla przedsiębiorstw w niektórych krajach strefy.

Indeks cen surowców energetycznych kształtuje się na poziomie nieco niższym niż oczekiwano w poprzedniej rundzie progностycznej, co wynika z rewizji w dół prognoz cen gazu ziemnego i węgla kamiennego w krótkim horyzoncie projekcji (Wykres 4.4)⁷⁵. Do korekty cen tych surowców przyczynił się niższy popyt w związku ze stosunkowo ciepłą zimą w Europie. W dłuższym horyzoncie projekcji indeks cen surowców energetycznych pozostanie na stabilnym poziomie, na co wpłynie umiarkowane tempo wzrostu w gospodarce światowej i korzystne uwarunkowania podażowe. Oczekuje się, że do wzrostu podaży ropy naftowej przyczyni się rosnące wydobywanie ropy z łupków w Stanach Zjednoczonych oraz, w dłuższym horyzoncie, normalizacja sytuacji w Libii (por. rozdz. 1.4 *Światowe rynki surowców*). W najbliższych latach rosnąć będzie także podaź gazu ziemnego z łupków. Kontrakty z rynku terminowego wskazują na możliwy wzrost cen węgla kamiennego, do czego może przyczynić się oczekiwany wzrost importu tego surowca przez Chiny przy jednoczesnym ograniczeniu jego wydobycia w tym kraju.

W IV kw. ub.r. indeks cen surowców rolnych ukształtował się powyżej założeń z projekcji listopadowej, głównie ze względu na wyższe ceny pszenicy oraz mleka, do czego w dużym stopniu przyczynił się zwiększony popyt z Chin (Wykres 4.4). W horyzoncie projekcji indeks spadnie, a następnie ustabilizuje się poniżej ścieżki z poprzedniej rundy progностycznej. W kierunku

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



⁷⁵ Światowy indeks cen surowców energetycznych uwzględnia ceny węgla kamiennego, ropy naftowej i gazu ziemnego.

obniżenia poziomu cen surowców rolnych w krótkim horyzoncie oddziałują niższe od oczekiwań z projekcji listopadowej ceny mięsa, co jest efektem spadku cen pasz.

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

W świetle powyższych uwarunkowań scenariusz projekcyjny zakłada kontynuację akomodacyjnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne. W szczególności, w projekcji przyjęto, że w najbliższych kwartałach zarówno EBC, jak i Fed będzie utrzymywał dotychczasowy poziom stóp procentowych z możliwością ich podwyżek dopiero w II poł. 2015 r. (Wykres 4.6, por. rozdz. 1.3 *Polityka pieniężna za granicą i międzynarodowe rynki finansowe*).

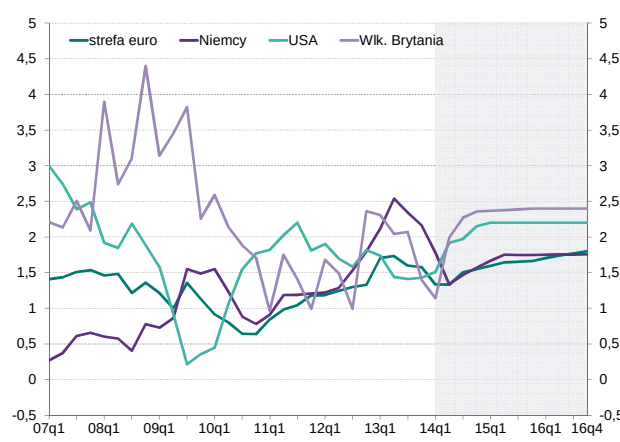
Perspektywa niższego, niż w Stanach Zjednoczonych, wzrostu gospodarczego w strefie euro wskazuje na możliwość umiarkowanego osłabienia kursu euro wobec dolara amerykańskiego – do poziomu 1,28 w średnim i długim horyzoncie projekcji.

4.3 Gospodarka polska w latach 2014-2016

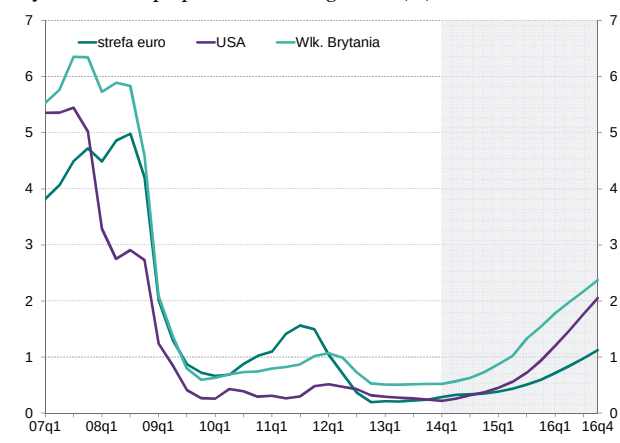
Popyt zagregowany

W latach 2014-2015 oczekiwana jest poprawa koniunktury gospodarczej w Polsce, ze średnią dynamiką PKB w tym okresie równą 3,6% r/r. O wyższym tempie wzrostu gospodarczego zadecyduje wzrost dynamiki popytu krajowego, przy ujemnym wkładzie eksportu netto (Wykres 4.8). Na rosnącą dynamikę popytu krajowego, przy umiarkowanej poprawie koniunktury za granicą,

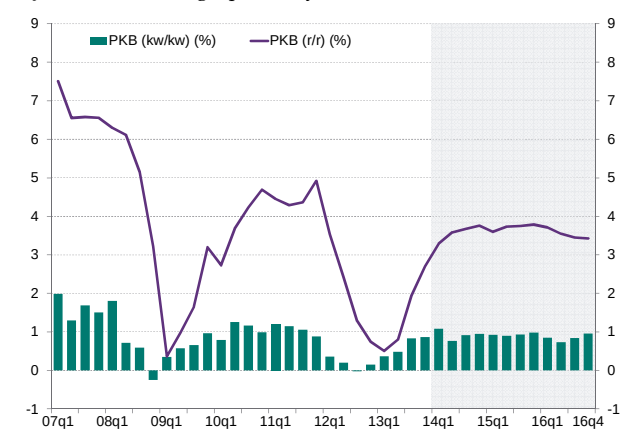
Wykres 4.5 Inflacja za granicą (r/r, %)



Wykres 4.6 Stopa procentowa za granicą (%)



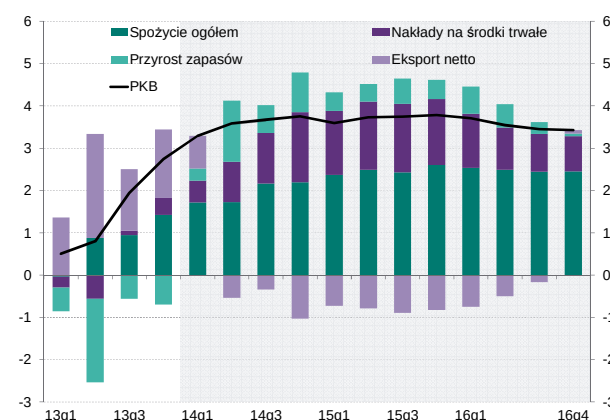
Wykres 4.7 Wzrost gospodarczy.



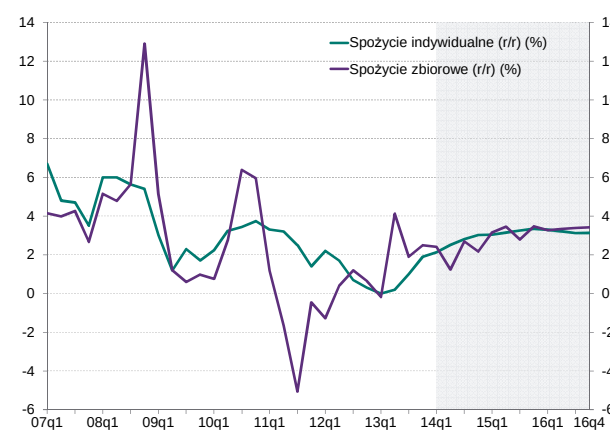
złoży się wzrost konsumpcji prywatnej, inwestycji przedsiębiorstw oraz odbudowa stanu zapasów. Dodatkowym czynnikiem wpływającym na przyspieszenie tempa wzrostu PKB będzie napływ funduszy UE, zwłaszcza przeznaczonych na inwestycje. W 2016 r., w wyniku zakończenia rozliczenia perspektywy finansowej UE 2007-2013, nastąpi spadek transferów kapitałowych, co obniży dynamikę popytu krajowego (Wykres 4.11). Skala spadku PKB będzie jednak mniejsza, co wynika z antycyklicznego charakteru eksportu netto i utrzymania się relatywnie dobrej koniunktury za granicą.

Dynamika spożycia indywidualnego w krótkim horyzoncie projekcji wzrośnie, a następnie, od II poł. 2014 r., kształtować się będzie na stabilnym poziomie, zbliżonym do 3,0% r/r (Wykres 4.9). Na konsumpcję pozytywnie wpłynie poprawa sytuacji na rynku pracy, znajdująca odzwierciedlenie we wzroście zatrudnienia i dynamiki płac. W efekcie dynamika deflowanego cenami konsumenta funduszu płac, kształtować się będzie w horyzoncie projekcji na poziomie zbliżonym do 4,0% r/r, najwyższym od wybuchu światowego kryzysu finansowego. Kolejnym czynnikiem wspierającym odbudowę popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych będzie rosnąca dynamika dochodów z pracy na własny rachunek. Wzrost dochodów do dyspozycji będzie ograniczany niskimi dochodami z lokat bankowych i obligacji, choć skala tego efektu będzie stosunkowo niewielka. Negatywnie na wielkość tych dochodów wpływa historycznie niski poziom stóp procentowych NBP, które - zgodnie z przyjmowanym w każdej rundzie progностycznej założeniem - pozostaną niezmienione. Wzrost spożycia indywidualnego, przy niskiej stopie oszczędności, będzie dodatkowo wspierany rosnącym wolumenem kredytów konsumpcyjnych. Wzrost wielkości zaciąganych kredytów nastąpi w wyniku poprawy sytuacji gospodarstw domowych przy złagodzonych

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



Wykres 4.9 Spożycie indywidualne i zbiorowe.



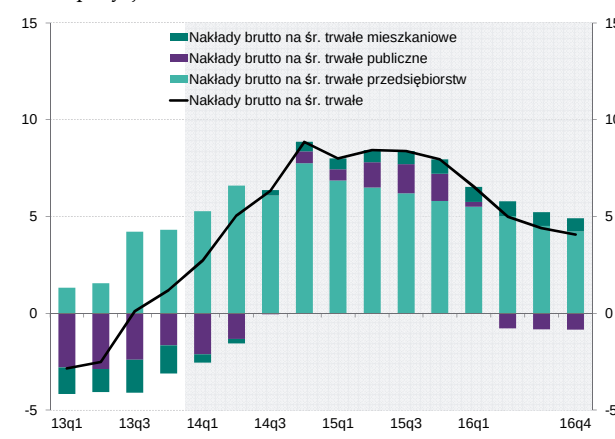
kryteriach udzielania kredytów po znowelizowaniu Rekomendacji T.

W 2014 r. dynamika spożycia zbiorowego pozostanie na stosunkowo niskim poziomie, co wynika z prowadzonych działań konsolidacyjnych sektora finansów publicznych, obejmujących m.in. zamrożenie płac w sferze budżetowej. Przy założeniu o uwzględnianiu tylko tych zmian w polityce fiskalnej, które wynikają z już przyjętych przez Sejm ustaw lub znajdują się w przyjętym przez rząd projekcie ustawy budżetowej w latach 2015-2016 dynamika ta wzrośnie.

Czynnikiem determinującym kształtowanie się dynamiki nakładów brutto na środki trwałe w horyzoncie projekcji jest poziom transferów kapitałowych z UE (Wykres 4.10, Wykres 4.12). Do 2015 r. będą rosnąć zarówno prywatne, jak i publiczne inwestycje współfinansowane ze środków UE. W ostatnim roku projekcji, wraz z zakończeniem rozliczenia perspektywy finansowej UE 2007-2013, inwestycje te ulegną obniżeniu. Poprawa koniunktury gospodarczej w krótkim i średnim horyzoncie projekcji będzie natomiast sprzyjać odbudowie inwestycji prywatnych (przedsiębiorstw i mieszkaniowych), co wynika z silnego procyklicznego charakteru tej kategorii.

Wzrost nakładów brutto na środki trwałe przedsiębiorstw będzie w latach 2014-2015 kształtował się na relatywnie wysokim poziomie, ze średnią 9,5% r/r ⁷⁶. Ponowny wzrost wielkości inwestycji przedsiębiorstw będzie wspierać ożywienie gospodarcze w kraju i za granicą oraz wzrost wykorzystania transferów z UE przeznaczonych na wydatki kapitałowe sektora prywatnego (Wykres 4.11). Za takim scenariuszem przemawia zwiększenie w III kw. 2013 r. wartości kosztorysowej nowo rozpoczynanych inwestycji

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



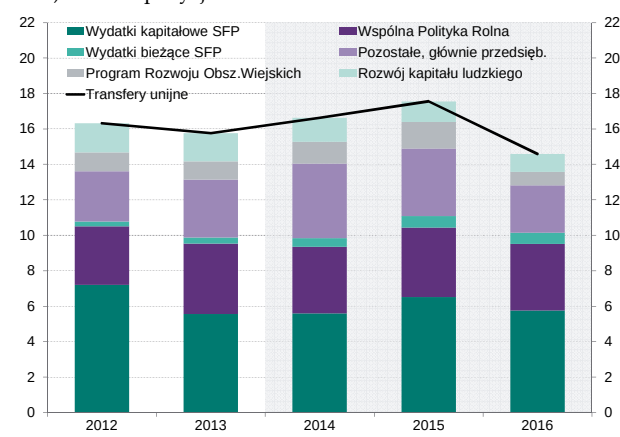
⁷⁶ W modelu NECMOD nakłady brutto na środki trwałe dzielą się na trzy kategorie: inwestycje przedsiębiorstw, publiczne oraz mieszkaniowe. W modelu kategoria inwestycje przedsiębiorstw obejmuje zatem inwestycje sektora przedsiębiorstw (zgodnie z metodologią rachunków narodowych) oraz część inwestycji sektora gospodarstw domowych (np. inwestycje mikroprzedsiębiorstw, inwestycje indywidualnych gospodarstw rolnych).

4. Projekcja inflacji i PKB

przedsiębiorstw, pomimo stosunkowo niskiej jeszcze dynamiki PKB (1,9% r/r)⁷⁷. Prognozowany wzrost inwestycji przedsiębiorstw będzie wspierany przez rosnące inwestycje odtworzeniowe. W wyniku obniżenia przez przedsiębiorstwa nakładów na inwestycje po wybuchu światowego kryzysu finansowego, obecne tempo odnawiania majątku, mierzone relacją inwestycji do majątku trwałego, jest najniższe od 2004⁷⁸. Ważnym czynnikiem sprzyjającym wzrostowi inwestycji będzie obecny, wyższy od wieloletniej średniej, poziom wykorzystania mocy produkcyjnych⁷⁹.

Relatywnie dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw pozwala na finansowanie inwestycji ze środków własnych⁸⁰. Z drugiej strony, pozostawanie stóp procentowych na ich obecnym, relatywnie niskim poziomie (co wynika z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP), wpłynęłoby na wzrost popytu na kredyt inwestycyjny. W horyzoncie prognozy czynnikiem zwiększającym popyt na kredyty będzie także program *Portfelowej Linii Gwarancyjnej De Minimis*. Gwarancje z tego programu ułatwiają uzyskanie kredytu mikro, małym i średnim przedsiębiorstwom nieposiadającym wystarczającego majątku na zabezpieczenie kredytu inwestycyjnego. Tym samym warunki udzielania kredytu dla tych firm uległy istotnemu złagodzeniu⁸¹. Czynniki powyższe spowodowały, że w IV kwartale ub. r., po raz pierwszy od półtora roku, nastąpił wzrost popytu na kredyt przeznaczony na finansowanie środków trwałych⁸².

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



⁷⁷ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2013 r., NBP.

⁷⁸ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2013 r., NBP.

⁷⁹ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2013 oraz prognoz koniunktury na I kw. 2014 roku, NBP.

⁸⁰ Sytuacja finansowa sektora przedsiębiorstw w III kw. 2013 r., NBP.

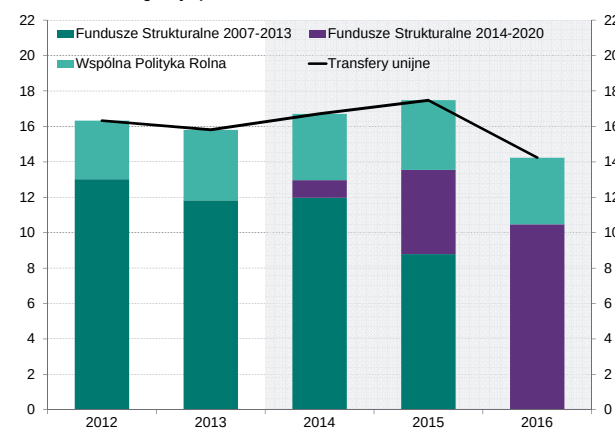
⁸¹ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2014, NBP.

⁸² Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2014, NBP.

W ostatnim roku projekcji, wraz z zakończeniem wykorzystywania środków z perspektywy finansowej UE 2007-2013, obniżeniu ulegną transfery kapitałowe ze środków UE przeznaczone zarówno dla przedsiębiorstw jak i, poprzez *Program Rozwoju Obszarów Wiejskich*, dla rolników. Wpłyne to, wraz z osłabieniem popytu krajowego, na spowolnienie dynamiki inwestycji obu wymienionych grup podmiotów.

W 2013 r. nastąpił spadek inwestycji publicznych, związany z obniżeniem nakładów na realizację projektów drogowych z *Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015* oraz ograniczaniem wydatków majątkowych samorządów w efekcie działania samorządowych reguł fiskalnych. Oczekuję się, że od początku 2014 r. nastąpi najpierw wyhamowanie, a następnie odwrócenie tej spadkowej tendencji. Negatywny wpływ oddziaływania reguł fiskalnych na dynamikę inwestycji samorządów będzie stopniowo wygasał, do czego przyczyni się wzrost ich dochodów związany z poprawą sytuacji gospodarczej w kraju. Ponadto, od 2014 r. rozpocznie się wykorzystanie funduszy UE z perspektywy finansowej 2014-2020 (Wykres 4.12). Wskazują na to m.in. podjęte w czerwcu i październiku 2013 r. przez rząd decyzje o włączeniu do *Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2011-2015* nowych inwestycji drogowych, wykorzystujących fundusze strukturalne już z nowej perspektywy finansowej UE 2014-2020. Zgodnie z zapisami *Programu*, nakłady na ten cel mają wynieść 3,8 mld zł w 2014 r. i 13,5 mld zł w 2015 r. W latach 2014-2015, a w szczególności w 2015 r., nastąpi zatem nałożenie się wykorzystania funduszy z bieżącej (2007-2013) i nowej perspektywy finansowej UE (2014-2020). W 2016 r. zakończy się wykorzystanie środków z perspektywy finansowej UE 2007-2013 i nastąpi ponowny spadek napływu transferów strukturalnych UE przeznaczonych na współfinansowanie inwestycji SFP. W

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

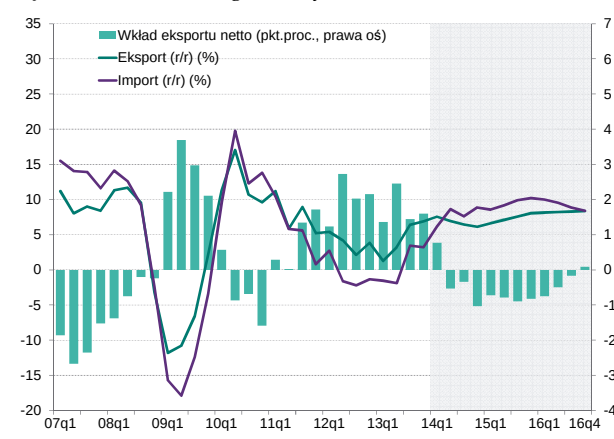


konsekwencji obniżeniu ulegną inwestycje publiczne ogółem.

W horyzoncie projekcji, w ślad za poprawą sytuacji gospodarstw domowych nastąpi, z pewnym opóźnieniem, ożywienie inwestycji mieszkaniowych. Dynamika nakładów mieszkaniowych, choć nadal ujemna, od początku 2014 r. stopniowo rośnie, a następnie w latach 2015-2016 ustabilizuje się na średnim poziomie 5,9% r/r. Na wzrost popytu mieszkaniowego wpływać będzie wprowadzony od 2014 r. rządowy program *Mieszkanie dla Młodych* oraz założona w projekcji stabilność stóp procentowych na historycznie niskim poziomie. Oba czynniki przeważają wpływ wprowadzonej na początku br. nowelizacji Rekomendacji S, zaostrzającej kryteria przyznawania kredytów mieszkaniowych. Na realizację scenariusza ożywienia na rynku inwestycji mieszkaniowych wskazuje obserwowany od II kw. 2013 r. stopniowy wzrost wartości nowo podpisanych umów kredytów mieszkaniowych oraz wzrost w II połowie ub.r. liczby mieszkań, których budowę rozpoczęto⁸³.

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

Wykres 4.13 Handel zagraniczny.



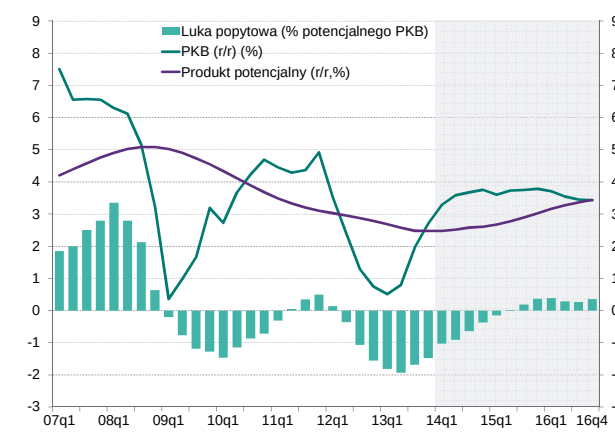
⁸³ Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w IV kwartale 2013 r., NBP.

Równowaga makroekonomiczna

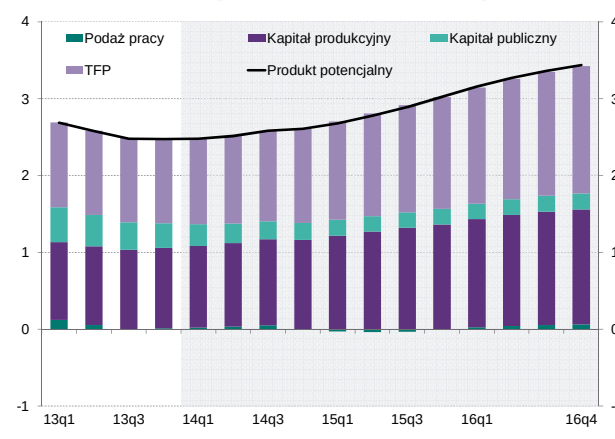
Po okresie światowego kryzysu finansowego dynamika produktu potencjalnego w Polsce wyraźnie obniżyła się. W horyzoncie projekcji oczekiwane jest stopniowe przyspieszenie wzrostu potencjalnego PKB, choć pozostanie on na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Jednocześnie, wraz z wchodzeniem gospodarki polskiej w fazę ożywienia, PKB będzie rósł szybciej niż produkt potencjalny. W konsekwencji ujemna od II kw. 2012 r. luka popytowa zacznie się stopniowo domykać i od początku 2015 r. będzie kształtować się na poziomie bliskim zera (Wykres 4.14).

W horyzoncie projekcji w kierunku przyspieszenia tempa wzrostu produktu potencjalnego będą oddziaływać trzy czynniki (Wykres 4.15). Po pierwsze, niska obecnie dynamika wydajności czynników produkcji (TFP) będzie powracać do poziomu sprzed światowego kryzysu finansowego. Po drugie, wzrost inwestycji przedsiębiorstw przełoży się na zwiększenie dynamiki kapitału produkcyjnego. Po trzecie, stopniowo spadać będzie równowagowa stopa bezrobocia (NAWRU), której wzrost niekorzystnie oddziaływał dotychczas na dynamikę potencjalnego PKB (Wykres 4.17). Do obniżenia stopy bezrobocia równowagowego przyczyni się elastyczność krajowego rynku pracy, czemu sprzyja wysoki udział elastycznych form zatrudnienia, takich jak umowy na czas określony i cywilno-prawne oraz niski poziom uzwiązkowienia⁸⁴. Ponadto w Polsce rzadziej niż w większości krajów Unii Europejskiej występuje indeksacja wynagrodzeń, co ułatwia dostosowanie płac do warunków rynkowych⁸⁵. Dodatkowo, w ślad za obniżającą się bieżącą stopą bezrobocia, będzie stopniowo wygasać negatywne zjawisko

Wykres 4.14 Luka popytowa.



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



⁸⁴ Badania ankietowe rynku pracy. Raport 2013, NBP.

⁸⁵ Badania ankietowe rynku pracy. Raport 2012, NBP.

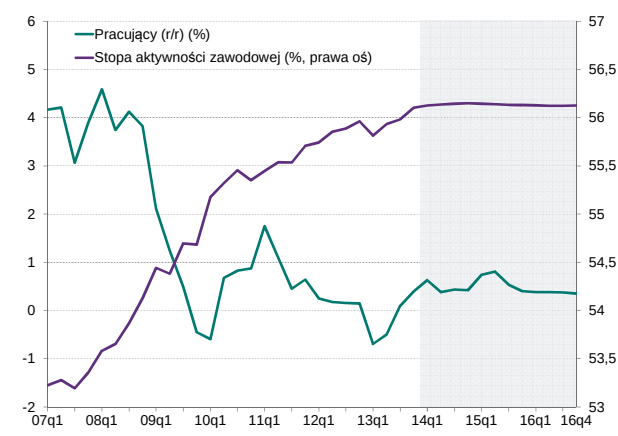
histerezy (zwiększające dotychczas stopę bezrobocia równowagi).

W horyzoncie projekcji pozytywny wpływ powyższych czynników będzie w części równoważony przez - wynikający z istotnego obniżenia nakładów inwestycyjnych SFP w latach 2012-2013 - spadek dynamiki kapitału publicznego. Dodatkowo negatywnie na wzrost potencjalnego PKB wpłynie oczekiwany spadek liczby ludności, spowodowany utrzymującym się ujemnym saldem migracji. W efekcie, choć dynamika produktu potencjalnego będzie w horyzoncie projekcji rosła, to pozostanie na poziomie nie przekraczającym 3,5% r/r.

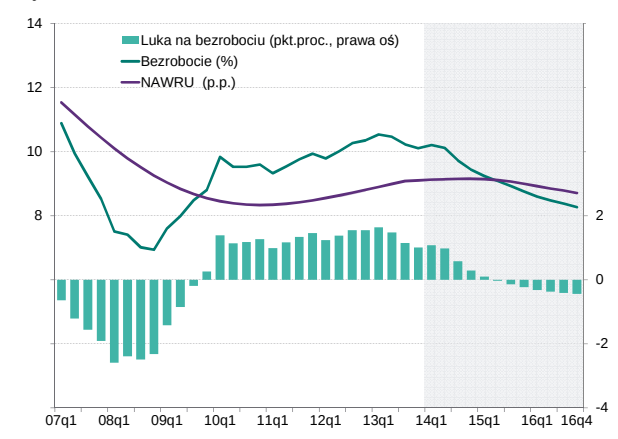
Stopa aktywności będzie natomiast w horyzoncie projekcji utrzymywać się na stałym poziomie, wpływając neutralnie na produkt potencjalny (Wykres 4.16). Z jednej strony, pozytywnie na współczynnik aktywności zawodowej oddziaływać będzie podwyższenie wieku emerytalnego od początku 2013 r.⁸⁶ Z drugiej strony, niekorzystnie na stopę aktywności wpłynie zmiana struktury wiekowej ludności w związku ze zwiększeniem się udziału osób w wieku poprodukcyjnym oraz emigracja, dotycząca w przeważającej części osób aktywnych zawodowo.

Obserwowany wzrost popytu na pracę w III kw. 2013 r. nastąpił we wcześniejszej fazie cyklu koniunkturalnego niż obserwowano to w przeszłości. Zmiany te mogą być związane z niższym kosztem rotacji pracowników ze względu na wzrost odsetka umów zawieranych na czas określony i umów cywilno-prawnych. Choć zmniejsza to stabilność zatrudnienia i osłabia pozycję negocjacyjną pracowników, to jednak wpływa korzystnie na rynek pracy, ponieważ umożliwia firmom zwiększanie zatrudnienia we wcześniejszej fazie poprawy koniunktury niż miało to miejsce w przeszłości. Dodatkowo, w

Wykres 4.16 Zatrudnienie i aktywność na rynku pracy.



Wykres 4.17 Bezrobocie.

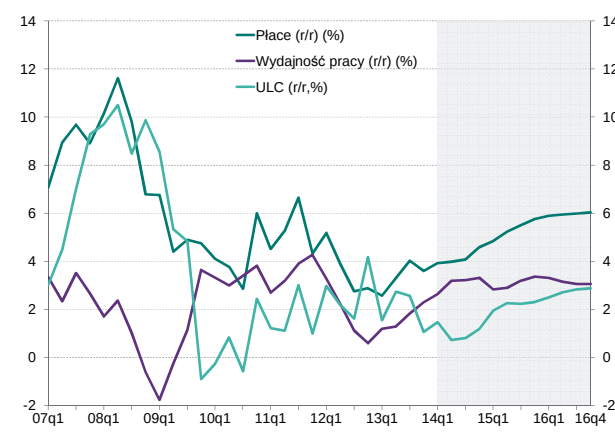


⁸⁶ Szacowany wpływ tej zmiany to wzrost aktywnych zawodowo o ok. 300 tys. w horyzoncie projekcji.

ostatnich latach wzrost w polskiej gospodarce udział usług w tworzeniu nowych miejsc pracy, a sam sektor usług jest relatywnie mniej podatny na wahania cykliczne. W latach 2014-2016 oczekiwana jest kontynuacja zapoczątkowanego w III kw. 2013 r. wzrostowego trendu liczby pracujących, co obniży stopę bezrobocia BAEL do 8,4% w 2016 r. (Wykres 4.16, Wykres 4.17). W konsekwencji luka pomiędzy bieżącą a równowagową stopą bezrobocia będzie się w horyzoncie projekcji obniżać, nie przekroczy jednak poziomu -0,5 pkt. proc. (Wykres 4.17). Presja płacowa w gospodarce będzie zatem stopniowo rosnąć, pozostając jednak na umiarkowanym poziomie ze względu na relatywnie niewielką lukę na bezrobociu (Wykres 4.18). Skutkiem tego dynamika realnych wynagrodzeń do końca 2016 r. kształtować się będzie na poziomie zbliżonym lub nieco wyższym niż wzrost wydajności pracy. Dynamika jednostkowych kosztów pracy stopniowo rośnie, z 1,1% w 2014 r. do 2,7% w 2016 r., jakkolwiek presja kosztowa ze strony rynku pracy pozostanie umiarkowana.

Dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB w latach 2011-2013 przełożył się na poprawę salda rachunku obrotów bieżących i kapitałowych. W rezultacie w 2013 r. nadwyżka na tym rachunku wyniosła 1,1% PKB, co jest najwyższym odnotowanym poziomem od połowy lat 90-tych, czyli od kiedy dostępne są porównywalne statystyki bilansu płatniczego. W horyzoncie projekcji dodatnie saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych będzie się stopniowo zmniejszać, choć pozostanie jeszcze dodatnie w 2014 r. Spadek salda w latach 2014-2015 wynikać będzie przede wszystkim z malejącego dodatniego bilansu handlowego (efekt ujemnego od II kw. 2014 r. wkładu eksportu netto do wzrostu). Dalsze obniżenie salda w 2016 roku wynika natomiast ze zmniejszenia napływu funduszy unijnych, co jest związane z kończącym się w 2015 r. rozliczeniem perspektywy finansowej UE 2007-2013 (Wykres

Wykres 4.18 Jednostkowe koszty pracy.



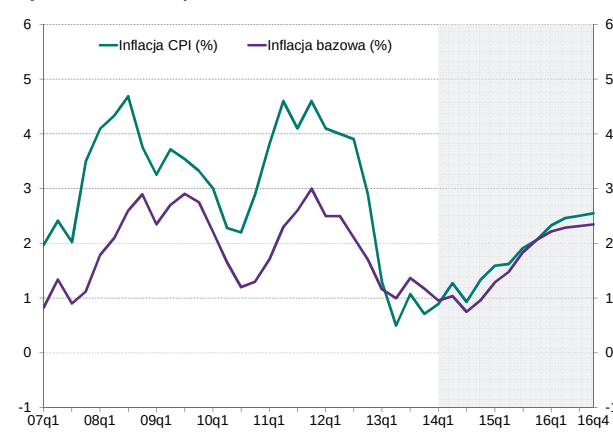
4.12). Pozostałe składowe salda obrotów bieżących i kapitałowych – silnie ujemny bilans dochodów i w niewielkiej części równoważące je dodatnie saldo wynagrodzeń i przekazów zarobków z zagranicy – pozostaną w okresie objętym projekcją względnie stabilne.

Kurs walutowy i inflacja

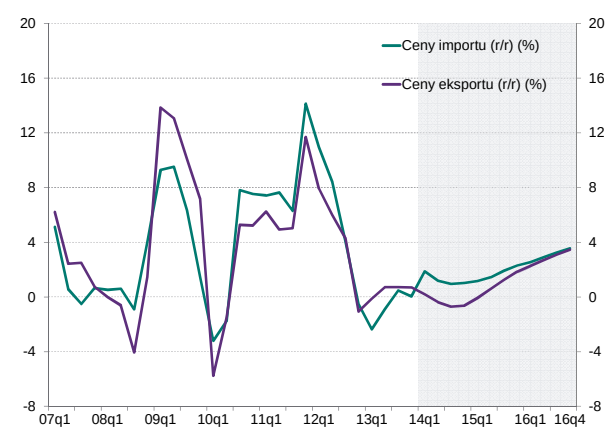
Czynniki przemawiające za umocnieniem i osłabieniem złotego w projekcji w znacznym stopniu będą się równoważyć. Z jednej strony, kurs waluty krajowej nadal kształtuje się poniżej poziomu określonego przez determinanty fundamentalne, co w horyzoncie projekcji oddziałuje w kierunku stopniowej aprecjacji złotego, zbliżając kurs do poziomu równowagi. Czynniki sprzyjające aprecjacji waluty krajowej poprzez kanał oczekiwań powinny być również ożywienie w gospodarce krajowej (odzwierciedlone w domykającej się w horyzoncie projekcji luce popytowej) i za granicą oraz poprawa stanu finansów publicznych. Z drugiej strony, w kierunku osłabienia kursu oddziaływać będzie malejące saldo na rachunku obrotów bieżących i kapitałowych oraz zmniejszający się dysparytet stóp procentowych (wynikający z przyjętego w projekcji założenia o stałej stopie referencyjnej NBP). Zrównoważenie wpływu wymienionych powyżej czynników sprawi, że kurs walutowy pozostanie w okresie projekcji relatywnie stabilny i neutralny dla wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych.

W horyzoncie projekcji inflacja bazowa wzrośnie, na co wpłyną zarówno jej determinanty krajowe jak i zagraniczne (Wykres 4.19). Systematyczna poprawa koniunktury krajowej, odzwierciedlona w domykającej się luce popytowej, zwiększać będzie presję popytową w gospodarce. Jednocześnie nastąpi stopniowa poprawa na rynku pracy, której towarzyszyć będzie wzrost jednostkowych kosztów pracy. Stabilny kurs złotego oraz rosnąca powoli inflacja za granicą

Wykres 4.19 Inflacja CPI i bazowa.



Wykres 4.20 Ceny eksportu i importu.

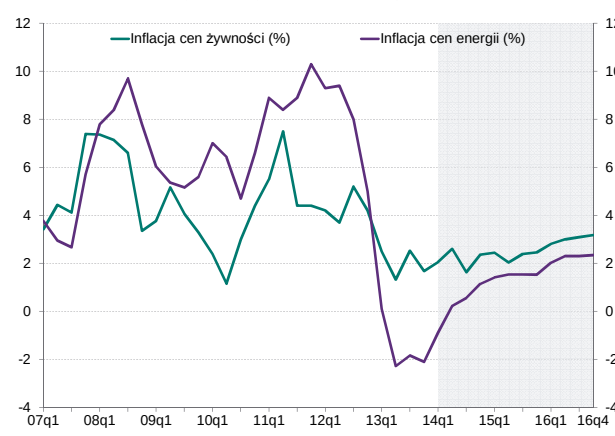


przekładać się będą natomiast na wzrost dynamiki cen importu, choć skala tego wzrostu będzie umiarkowana (Wykres 4.20). Wymienione powyżej czynniki z pewnym opóźnieniem przełożą się na przyspieszenie wzrostu cen. W następstwie inflacja bazowa od III kw. 2014 r. będzie stopniowo rosła, z 0,8% r/r do 2,3% r/r na koniec 2016 r.

W przypadku cen żywności zwiększająca się presja popytowa na rynku krajowym będzie ograniczana przez stabilne w całym horyzoncie projekcji ceny surowców rolnych na rynkach światowych (Wykres 4.4). W rezultacie inflacja cen żywności wzrośnie, z 2,2% w 2014 r. do 3,0% w 2016 r., pozostając jednak na poziomie niższym od wieloletniej średniej. Na przebieg ścieżki zmian tej kategorii w krótkim okresie wpływ ma również sezonowe obniżenie dynamiki cen żywności nieprzetworzonej (głównie warzyw) w III kw. 2014 r. Wynika to z gorszych od przeciętnych warunków agrometeorologicznych w ostatnim sezonie gospodarczym, podwyższających ceny żywności nieprzetworzonej w III kw. ub.r.

Krajowe ceny energii spadły w 2013 r. o 1,5%, co jest najniższą notowaną dynamiką cen dla tej kategorii od kiedy dostępne są porównywalne dane, czyli od lat 90-tych. Do spadku cen energii w ubiegłym roku przyczyniły się obniżające się ceny ropy naftowej na rynkach światowych oraz zatwierdzone przez URE taryfy dla gospodarstw domowych (m.in. obniżka cen gazu ziemnego w styczniu ub.r. oraz cen energii elektrycznej w lipcu ub.r.). Dynamika cen energii w bieżącym roku pozostanie na niskim, zbliżonym do zera poziomie. Przyczyni się do tego zmiana taryf w ubiegłym roku oraz obniżka cen energii elektrycznej i nieznaczna podwyżka cen gazu ziemnego od 1 stycznia 2014 r. Wzrost cen energii ograniczają również utrzymujące się obecnie na bardzo niskim poziomie ceny uprawnień do emisji CO₂, które jedynie w umiarkowanym stopniu zwiększają koszty sektora energetycznego. W dłuższym horyzoncie projekcji, wraz z ożywieniem

Wykres 4.21 Inflacja cen żywności i energii.



gospodarczym, inflacja cen energii wzrośnie, choć, podobnie jak inflacja cen żywności, pozostanie na poziomie istotnie niższym od średniej wieloletniej (2,2% w 2016 r.). W kierunku ograniczenia dynamiki cen energii w średnim i długim horyzoncie projekcji oddziaływać będą obniżające się ceny ropy naftowej na rynkach światowych oraz relatywnie stabilne ceny pozostałych surowców energetycznych (gazu ziemnego i węgla kamiennego).

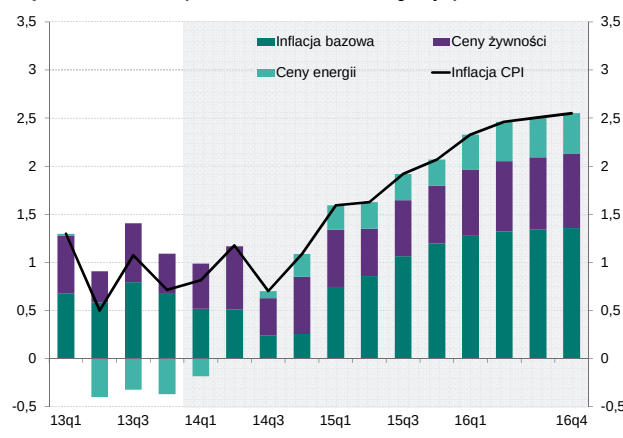
Podsumowując, w latach 2014-2016 stopniowo rosnąć będą dynamiki cen wszystkich głównych komponentów koszyka dóbr i usług konsumpcyjnych (Wykres 4.22). W efekcie inflacja CPI będzie wzrastać, jakkolwiek pozostanie na relatywnie niskim poziomie (do I kw. 2016 r. poniżej celu inflacyjnego NBP). Wynika to z faktu, że pomimo ożywienia gospodarczego, luka popytowa, będąca syntetyczną miarą presji inflacyjnej w gospodarce, pozostanie do I kw. 2015 r. ujemna, a następnie utrzymywać się będzie na poziomie bliskim zera (0,1% w 2015 r. i 0,3% produktu potencjalnego w 2016 r.). Ograniczeniu presji inflacyjnej sprzyjać będą także stabilne ceny surowców na rynkach światowych przy wolno rosnącym popycie globalnym.

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

4.4 Bieżąca projekcja na tle poprzedniej

W bieżącej rundzie prognostycznej oczekiwana dynamika PKB w latach 2014-2015 jest wyższa średnio o 0,5 pkt. proc. w stosunku do projekcji listopadowej (Tabela 4.1). Na podwyższenie prognozy wzrostu gospodarczego wpłynął w szczególności lepszy od oczekiwań szacunek PKB w II poł. 2013 r., a także podwyższenie prognoz koniunktury gospodarczej za granicą.

Wykres 4.22 Inflacja CPI (r/r, %) - dekompozycja.



Efektem poprawy prognoz dla krajowej koniunktury gospodarczej jest szybsze niż oczekiwano w projekcji listopadowej tempo domykania się ujemnej luki popytowej oraz przyspieszenie wzrostu płac, co z opóźnieniem przekłada się na wzrost presji inflacyjnej.

W krótkim horyzoncie projekcji przeważa jednak wpływ zmian regulacyjnych, obniżających ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych oraz niższej od oczekiwań inflacji bazowej w styczniu br. Wolniejszy wzrost cen wspierać będą także niższe prognozowane ceny surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych. W konsekwencji inflacja CPI r/r w latach 2014-2015 nie przekroczy poziomu odnotowanego w poprzedniej rundzie prognostycznej.

PKB

Na wyższy od oczekiwań z projekcji listopadowej wzrost PKB w latach 2014-2015 złożyły się wszystkie główne kategorie popytu krajowego (spożycie indywidualne i zbiorowe, inwestycje, zapasy).

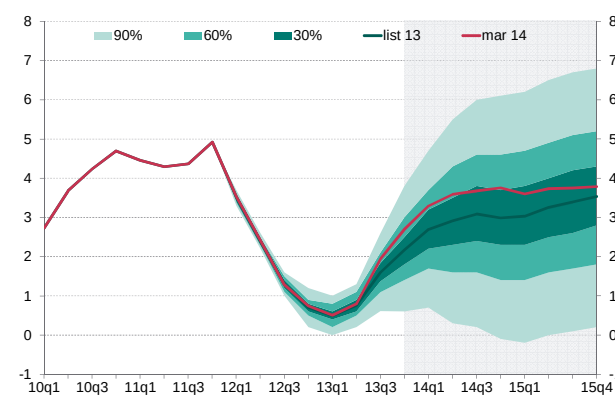
Na podniesienie prognozy spożycia indywidualnego i zbiorowego oraz inwestycji w 2014 r., oraz, w mniejszym stopniu, w 2015 r., wpłynęły lepsze od oczekiwań dane dla tych kategorii w II poł. 2013 r. W dłuższym horyzoncie prognozy za wyższy wzrost konsumpcji prywatnej odpowiada ponadto poprawa kondycji finansowej gospodarstw domowych. Dane, które ukazały się po publikacji projekcji listopadowej, wskazują na silniejszą od oczekiwań (a także szybszą niż obserwowano w przeszłości) reakcję rynku pracy na ożywienie gospodarcze. W projekcji marcowej szybciej rosną płace i zatrudnienie, co przekłada się na wyższe dochody gospodarstw domowych z tytułu pracy najemnej.

Za scenariuszem wyższej ścieżki inwestycji prywatnych przemawiają dodatkowo dane

Tabela 4.6. Projekcja marcowa na tle listopadowej.

	2013	2014	2015
PKB (r/r, %)			
III 2014	1,6	3,6	3,7
XI 2013	1,3	2,9	3,3
Inflacja CPI (r/r, %)			
III 2014	0,9	1,1	1,8
XI 2013	1,0	1,7	1,9

Wykres 4.23 Projekcja marcowa na tle listopadowej: dynamika PKB (r/r, %).



pochodzące z Szybkiego Monitoringu NBP⁸⁷. Wskazują one na istotną poprawę ocen przedsiębiorstw dotyczących przyszłego kształtowania się popytu oraz nowych zamówień. Jednocześnie plany inwestycyjne przedsiębiorstw wskazują zarówno na wzrost udziału firm rozpoczynających nowe inwestycje, jak i ich wyższą jednostkową wartość oraz odbudowę ich zainteresowania przedsiębiorstw kredytem bankowym.

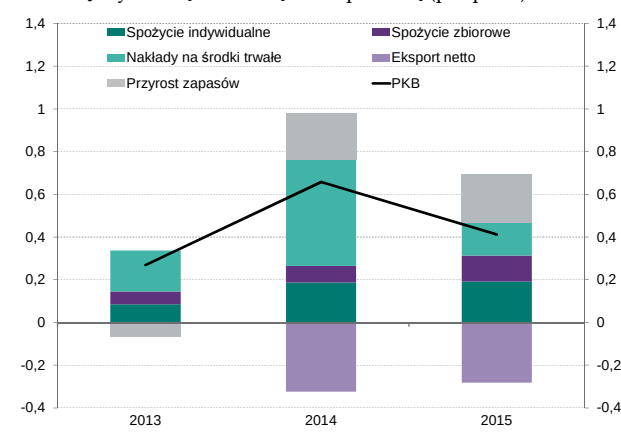
Rewizja w górę wkładu zapasów do wzrostu w latach 2014-2015, pomimo gorszych od oczekiwań danych w II poł. 2013 r., wynika z dostosowań przedsiębiorstw do wyższego poziomu produkcji. Szybszej niż oczekiwano w projekcji listopadowej odbudowie popytu krajowego w latach 2014-2015 towarzyszy z kolei wzrost importu, co obniża wkład eksportu netto do wzrostu, pomimo lepszych prognoz dla wzrostu za granicą.

Inflacja

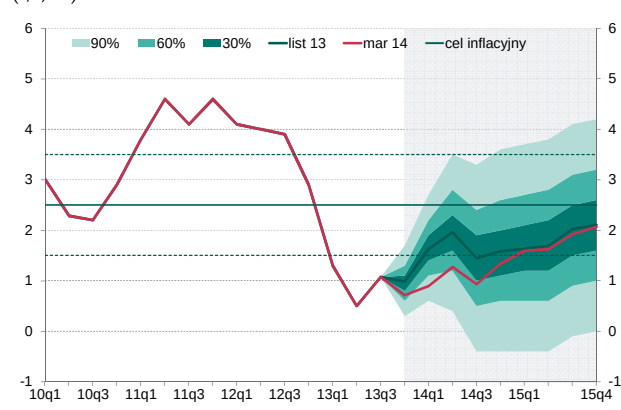
Do obniżenia inflacji CPI w całym horyzoncie projekcji przyczynił się spadek prognoz cen energii. Niższy przebieg ścieżki tej zmiennej w krótkim horyzoncie wynika z uwzględnienia zatwierdzonych przez URE w grudniu ub.r. nowych taryf na dystrybucję i sprzedaż energii elektrycznej dla gospodarstw domowych. W dłuższym horyzoncie projekcji na obniżenie inflacji cen energii wpłynęła niższa prognoza indeksu światowych cen surowców energetycznych.

Na skalę rewizji prognozy inflacji w 2014 r. względem projekcji listopadowej wpłynął także spadek inflacji bazowej. Jej obniżenie się było wynikiem uwzględnienia niższych od oczekiwań danych za styczeń br., na co złożył się wolniejszy wzrost cen towarów akcyzowych, usług w zakresie użytkowania mieszkania oraz cen artykułów medyczno-farmaceutycznych. Wraz z

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



Wykres 4.25 Projekcja marcową na tle listopadowej: inflacja CPI (r/r, %).



⁸⁷ Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kwartale 2013r. oraz prognoz koniunktury na I kwartał 2014 r., NBP.

wydłużaniem horyzontu prognozy, stopniowo rosnać będzie wpływ zmiany założeń odnośnie do skali ożywienia gospodarczego. Wzrost presji popytowej, odzwierciedlony w domykającej się w I poł. 2015 r. luce popytowej wobec jej silnie ujemnego poziomu w poprzedniej rundzie, podwyższy inflację bazową i inflację cen żywności w 2015 r. W tym samym kierunku oddziaływać będzie szybsza od oczekiwań z projekcji listopadowej poprawa sytuacji na rynku pracy, zwiększająca tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

Wpływ wymienionych powyżej czynników będzie w części kompensowany niższymi cenami importu w horyzoncie projekcji, na co złożyła się rewizja w dół prognozowanego poziomu cen za granicą oraz nieco silniejszy kurs złotego (efekt umocnienia kursu w I kw. br. względem założeń z poprzedniej rundy prognostycznej). Skalę wzrostu cen żywności ograniczać będzie ponadto obniżenie prognoz cen surowców rolnych na rynkach światowych.

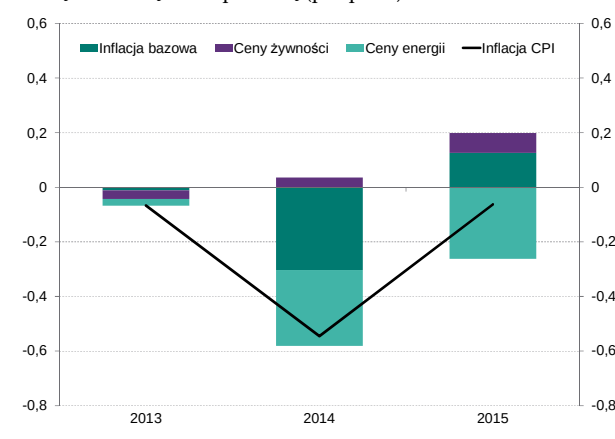
4.5 Źródła niepewności projekcji

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

Otoczenie zewnętrzne i kurs walutowy

Otoczenie zewnętrzne, a w szczególności trwałość i skala ożywienia w strefie euro, nadal pozostaje ważnym źródłem niepewności projekcji inflacji i PKB. Z jednej strony, szybszy od oczekiwań wzrost popytu ze strony rynków wschodzących mógłby przyczynić się do silniejszego ożywienia w nastawionych na eksport gospodarkach strefy euro, w tym Niemczech. Poprawę koniunktury w gospodarce niemieckiej może także wspierać rosnąca konsumpcja gospodarstw domowych

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



finansowana wzrostem płac, przy utrzymujących się na niskim poziomie stopach procentowych. Czynnikiem pozytywnie wpływającym na ożywienie w strefie euro może być również wzrost eksportu Francji, w przypadku gdyby zostały wprowadzone planowane reformy poprawiające konkurencyjność tej gospodarki. W kierunku przyspieszenia eksportu strefy może także działać możliwe ograniczenie skali umocnienia kursu euro w wyniku wycofywania się przez Fed z programu QE. Dodatkowo w krajach peryferyjnych strefy euro od 2014 r. spodziewane jest wyhamowanie spadku zatrudnienia, co w połączeniu z planowanym zmniejszeniem skali konsolidacji fiskalnej powinno wspierać odbudowę popytu wewnętrznego. Z drugiej strony, silniejsze od oczekiwań spowolnienie wzrostu gospodarczego w Chinach i innych gospodarkach wschodzących może stanowić zagrożenie dla powrotu gospodarek europejskich na ścieżkę stabilnego wzrostu. W kierunku osłabienia aktywności gospodarczej w strefie euro może też oddziaływać znaczna i trwała aprecjacja kursu euro, w wyniku pojawienia się dużej nadwyżki w handlu zagranicznym strefy euro. Czynnikiem ryzyka jest również ewentualne zaostrzenie kryzysu zadłużeniowego w niektórych krajach strefy euro, gdyby wyniki stress – testów sektora bankowego, zaplanowanych na 2014 r., były niekorzystne. Powiązany z tym wzrost oprocentowania obligacji tych krajów podniósłby koszty obsługi ich zadłużenia oraz pośrednio koszty finansowania przedsiębiorstw.

Popyt wewnętrzny i konkurencyjność polskiej gospodarki

Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest tempo poprawy sytuacji na rynku pracy w Polsce. Szybszy od oczekiwań wzrost liczby pracujących w drugiej połowie 2013 r. – w przypadku kontynuacji tej tendencji – wpłynie, poprzez poprawę dochodów do dyspozycji ludności, na wzrost dynamiki konsumpcji indywidualnej.

Tabela 4.7. Prawdopodobieństwo że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
14q1	0,94	1,00	1,00	0,50	0,06
14q2	0,64	0,97	1,00	0,50	0,36
14q3	0,72	0,95	1,00	0,50	0,27
14q4	0,55	0,85	0,97	0,50	0,42
15q1	0,46	0,77	0,94	0,49	0,48
15q2	0,45	0,75	0,93	0,49	0,47
15q3	0,37	0,66	0,87	0,49	0,50
15q4	0,33	0,61	0,84	0,49	0,51
16q1	0,26	0,54	0,79	0,49	0,53
16q2	0,24	0,50	0,75	0,49	0,51
16q3	0,23	0,48	0,74	0,48	0,51
16q4	0,22	0,47	0,72	0,48	0,50

Czynnikami ryzyka dla projekcji jest również trwałość i skala obserwowanego ożywienia na rynku kredytowym. Istotny wzrost wolumenu kredytów podniósłby dynamikę konsumpcji indywidualnej, jak również inwestycji przedsiębiorstw i inwestycji mieszkaniowych, a tym samym przyczyniłby się do szybszej poprawy popytu krajowego. Z drugiej strony, przedłużający się okres spowolnienia tempa wzrostu w strefie euro, przy niskiej bieżącej stopie oszczędności, może obniżać dynamikę krajowej konsumpcji i inwestycji. Istotnym źródłem niepewności dla projekcji jest także reakcja eksportu i importu na prognozowany wzrost popytu w kraju i za granicą. Obecnie saldo handlowe Polski kształtuje się na historycznie wysokim poziomie, ze względu na antycykliczność wkładu eksportu netto do wzrostu w polskiej gospodarce. Oczekuje się, że konsekwencją ożywienia gospodarczego będzie obniżenie wkładu eksportu netto, ale niepewność co do skali i szybkości tego spadku pozostanie istotnym źródłem ryzyka dla ścieżki PKB w horyzoncie projekcji.

Ceny żywności i energii w Polsce

Źródłem niepewności projekcji jest trudny do przewidzenia wpływ polityki regulacyjnej oraz sytuacji na światowym rynku surowcowym na kształtowanie się krajowych cen energii i żywności.

Znaczną niepewność w tym względzie stwarza trudny do oszacowania wpływ przyszłej polityki Unii Europejskiej w zakresie ochrony środowiska. W szczególności, dotyczy to wprowadzonego Pakietu Energetyczno-Klimatycznego nakierowanego na ograniczenie emisji CO₂. Trudne do przewidzenia są przyszłe ceny uprawnień do emisji CO₂. Ceny te uzależnione są zarówno od wpływu planowego ograniczenia podaży uprawnień, jak i od popytu na nie, a więc od szybkości poprawy aktywności gospodarczej w krajach UE. Niepewność zwiększa również brak

precyzyjnych zapisów dotyczących wykorzystania dochodów ze sprzedaży uprawnień oraz wielkości inwestycji w technologie niskoemisyjne i odnawialne źródła energii. Istotnym źródłem niepewności pozostają działania regulacyjne na rynku żywności, energii oraz przyszła polityka taryfowa URE.

Ważnym czynnikiem kształtującym ścieżkę krajowych cen energii i żywności są, obarczone istotną niepewnością, przyszłe ceny surowców energetycznych i rolnych na rynkach światowych określane przez relację popytu i podaży. Z jednej strony zatem, źródłem niepewności dotyczącej kształtowania się cen surowców są perspektywy wzrostu gospodarczego największych gospodarek świata, w tym gospodarek wschodzących. Z drugiej strony, czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen surowców mogą być zakłócenia po stronie ich podaży. W przypadku cen surowców rolnych mogą one wynikać przede wszystkim z niekorzystnych warunków meteorologicznych w najbliższych latach. Z kolei podaż surowców energetycznych, w szczególności podaż ropy naftowej może być zakłócana przez niestabilną sytuację polityczną w krajach wytwarzających ten surowiec. Reakcja krajów zrzeszonych w OPEC, w tym Arabii Saudyjskiej na ewentualne zakłócenia będzie determinować skalę możliwego wzrostu cen. Czynnikiem kształtującym ceny surowców energetycznych jest również wzrost wydobycia w Stanach Zjednoczonych gazu i ropy naftowej z łupków, co systematycznie obniża import netto nośników energii przez ten kraj. Niepewność wobec skali tego wzrostu, jak również uwarunkowań prawnych związanych z możliwością eksportu ropy naftowej i gazu przez Stany Zjednoczone może wpływać na ceny surowców energetycznych w całym horyzoncie projekcji.

Tabela 4.8 Centralna ścieżka projekcji inflacji i PKB

	2012	2013	2014	2015	2016
Wskaźnik cen konsumenta CPI (% r/r)	3,7	0,9	1,1	1,8	2,5
Ceny żywności (% r/r)	4,3	2,0	2,2	2,3	3,0
Ceny energii (% r/r)	7,9	-1,5	0,3	1,5	2,2
Wskaźnik cen inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii (% r/r)	2,2	1,2	0,9	1,7	2,3
PKB (% r/r)	1,9	1,6	3,6	3,7	3,5
Popyt krajowy (% r/r)	-0,1	-0,2	4,0	4,6	3,9
Spożycie indywidualne (% r/r)	1,2	0,8	2,6	3,2	3,2
Spożycie zbiorowe (% r/r)	0,3	2,1	2,1	3,2	3,4
Nakłady inwestycyjne (% r/r)	-1,7	-0,4	5,7	8,2	5,0
Wkład eksportu netto (pkt proc. r/r)	2,0	1,7	-0,3	-0,8	-0,3
Eksport (% r/r)	3,9	4,5	6,8	7,4	8,3
Import (% r/r)	-0,7	0,8	7,8	9,5	9,2
Płace brutto (% r/r)	3,7	3,4	4,1	5,3	6,0
Liczba pracujących (% r/r)	0,2	-0,2	0,5	0,6	0,4
Stopa bezrobocia (%)	10,1	10,3	9,9	9,0	8,4
NAWRU (%)	8,7	9,0	9,1	9,1	8,8
Stopa aktywności zawodowej (%)	55,9	56,0	56,1	56,1	56,1
Wydajność pracy (% r/r)	1,8	1,6	3,1	3,1	3,1
Jednostkowe koszty pracy (% r/r)	2,7	2,0	1,1	2,2	2,7
Produkt potencjalny (% r/r)	2,9	2,6	2,5	2,8	3,3
Luka popytowa (% PKB potencjalnego)	-0,7	-1,7	-0,7	0,1	0,3
Indeks cen surowców rolnych (USD; 2011=1,00)	0,96	1,00	0,93	0,91	0,91
Indeks cen surowców energetycznych (USD; 2011=1,00)	0,87	0,81	0,78	0,78	0,79
Poziom cen za granicą (% r/r)	1,3	1,7	1,5	1,7	1,8
PKB za granicą (% r/r)	0,0	0,1	1,5	1,7	1,8
Saldo rachunku bieżącego i rachunku kapitałowego (% PKB)	-2,2	1,1	0,5	-0,9	-2,3
WIBOR 3M (%)	4,91	3,03	2,71	2,71	2,71

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

5 Wyniki głosowań Rady Polityki Pieniężnej w okresie październik 2013 – styczeń 2014 r.

■ Data: 2 października 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 14/2013 zmieniająca uchwałę w sprawie regulaminu Rady Polityki Pieniężnej.

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

Przeciw:

Z. Gilowska była nieobecna na posiedzeniu.

■ Data: 5 listopada 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 15/2013 w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej.

Wyniki głosowania członków RPP:

Za: M. Belka

A. Bratkowski

E. Chojna-Duch

J. Hausner

A. Kaźmierczak

A. Rzońca

J. Winiecki

A. Zielińska-Głębocka

Przeciw:

A. Glapiński był nieobecny na posiedzeniu.

■ Data: 3 grudnia 2013 r.

Przedmiot wniosku lub uchwały:

Uchwała nr 16/2013 w sprawie zatwierdzenia planu finansowego Narodowego Banku Polskiego na rok 2014.

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

Przeciw:

www.nbp.pl

