

DODATEK KWARTALNY

Kondycja finansów publicznych w Polsce

Tomasz Uryszek

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

Spowolnienie gospodarcze ostatnich lat nie pozostało bez wpływu na sytuację w obszarze finansów publicznych zarówno w Polsce, jak i w całej Europie. Jest to widoczne zarówno w wartościach i strukturze dochodów i wydatków publicznych, kwotach deficytów całego sektora, jak i w poziomie zadłużenia publicznego. Do analiz wykorzystano dane Eurostatu oraz Ministerstwa Finansów RP.

Dochody, wydatki i deficyt sektora finansów publicznych

Spowolnienie gospodarcze spowodowało ograniczenie dochodów i wzrost wydatków publicznych. W Polsce wartość dochodów spadła z ponad 40% PKB w 2007 do nieco ponad 37% PKB w 2009 roku. Przeciętnie w UE spadek ten był nieco mniejszy. Jednocześnie wydatki publiczne w tym okresie wzrosły (w Polsce z około 42% PKB do niemal 45% PKB, średnio w UE z 45,5% PKB do 51% PKB). Taka sytuacja wywoła-

ła bardzo znaczący wzrost wartości deficytu budżetowego – w Polsce z 1,9% PKB w 2007 roku do 7,9% PKB w 2010 roku (szczegóły w tab. 1). Z uwagi na znaczącą centralizację polskiego sektora finansów publicznych, wartości dochodów i wydatków publicznych oraz kwoty deficytów były generowane przede wszystkim na poziomie budżetu państwa. Wysokie wartości deficytu sektora finansów publicznych uniemożliwiają spełnienie kryterium fiskalnego Traktatu z Maastricht związanego w maksymalną wysokością tego deficytu.

Należy w tym miejscu zauważyć, że spowolnienie gospodarcze nie jest jedyną przyczyną nierównowagi polskiego sektora finansów publicznych. Dane Eurostatu wskazują, że Polska (jak wiele innych krajów Europejskich) charakteryzuje się ujemnym wynikiem finansowym sektora publicznego także na poziomie strukturalnym. Oznacza to, że nawet po wyeliminowaniu wpływu wahań koniunkturalnych Polska realizowałaby deficyty finansów publicznych. Można więc stwierdzić, że nadal niezbędne są głębokie, strukturalne reformy funkcjonowania tego sektora w Polsce.

Tabela 1. Dochody, wydatki i saldo sektora publicznego w Polsce na tle UE (w % PKB)

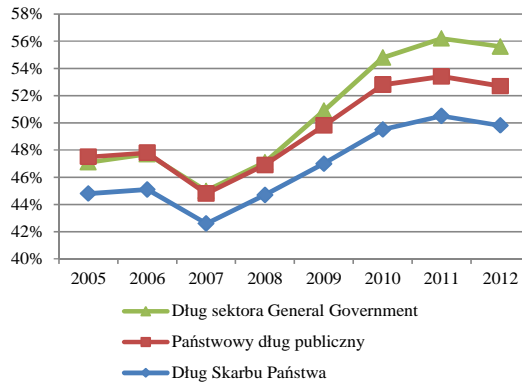
Rok	Dochody sektora publicznego		Wydatki sektora publicznego		Saldo	
	UE	PL	UE	PL	UE	PL
2005	44,2	39,4	46,7	43,4	-2,5	-4,1
2006	44,7	40,2	46,2	43,9	-1,5	-3,6
2007	44,6	40,3	45,5	42,2	-0,9	-1,9
2008	44,6	39,5	47,0	43,2	-2,4	-3,7
2009	44,1	37,2	51,0	44,6	-6,9	-7,5
2010	44,1	37,5	50,6	45,4	-6,5	-7,9
2011	44,6	38,4	49,1	43,4	-4,4	-5,0
2012	45,4	38,3	49,3	42,2	-3,9	-3,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Zadłużenie publiczne

Centralizacja polskiego sektora finansów publicznych powoduje, że – podobnie jak w przypadku dochodów, wydatków i deficytu – największy wpływ na poziom zadłużenia publicznego ma sektor rządowy, w tym – przede wszystkim – dług Skarbu Państwa. Wartości zadłużenia publicznego w odniesieniu do PKB zaprezentowano na wykresie. W okresie od stycznia 2005 r. do czerwca 2013 r. dług publiczny przyrastał nominalnie o średnio około 13,4 mld PLN na kwartał (i według danych na koniec czerwca 2013 r. stanowił 888,1 mld PLN, w tym dług Skarbu Państwa – 818,9 mld PLN). Największy przyrost zadłużenia publicznego nastąpił między wrześniem a grudniem 2008 r. (było to ponad 59 mld PLN). W tym czasie dług Skarbu państwa wzrósł o ponad 53 mld PLN. Należy to łączyć z rosnącymi potrzebami pożyczkowymi władz publicznych, które miały swoje źródło w konieczności finansowania zwiększającego się bardzo szybko deficytu budżetowego w okresie spowolnienia gospodarczego. Należy w tym miejscu zauważyć, że – mimo przyrostu kwot długu publicznego – Polska (według danych na koniec 2 kwartału 2013 r.) spełniała kryterium fiskalne dotyczące maksymalnej wysokości długu publicznego.

Konieczność zapewnienia płynności budżetowi państwa znalazła odzwierciedlenie w większym wykorzystaniu krótkoterminowych instrumentów dłużnych (bonów skarbowych). Przyrosty zobowiązań Skarbu Państwa z tytułu bonów skar-



Wykres 1. Zadłużenie publiczne w Polsce (w % PKB)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu i Ministerstwa Finansów.

bowych w 2008 i 2009 r. były znaczące. W styczniu 2008 r. wynosiły one 15,6 mld PLN i wzrosły do 64,3 mld PLN w lipcu 2009 r. Nawet wtedy jednak udział tych instrumentów w łącznej kwocie długu Skarbu Państwa nie przekroczył 11%. Ponadto bardzo szybko nastąpiła redukcja publicznego zadłużenia krótkoterminowego (które zastąpiono instrumentami średnio- i długoterminowymi). Zmiany te nie spowodowały jednak dużych różnic w przeciętnym okresie zapadalności zobowiązań Skarbu Państwa, który od 2005 r. wynosi średnio około 5 lat. Dane te wskazują, że poziom ryzyka refinansowania polskiego długu publicznego jest stosunkowo niewielki.

Warto dodać, że obecnie ponad 69% zobowiązań Skarbu Państwa zaciągane jest w polskich złotych. Pozostała część długu denominowana jest głównie w euro. Ogranicza to znacząco poziom ryzyka walutowego długu. Ryzyko stopy procentowej jest z kolei ograniczane poprzez wykorzystywanie na bardzo dużą skalę instrumentów oprocentowanych według stałej stopy procentowej. Według danych na koniec września 2013 r., około 80% długu Skarbu Państwa było oprocentowane w ten właśnie sposób.

Stosunkowo niewielki poziom ryzyka inwestycyjnego związany z polskimi instrumentami dłużnymi ma swoje odzwierciedlenie w relatywnie wysokich ocenach międzynarodowych agencji *ratingowych* (kształtujących się na poziomie pojedynczego A). Wysoki *rating* w po-

wiązaniu z atrakcyjnym oprocentowaniem polskich skarbowych instrumentów dłużnych jest przyczyną dużego zainteresowania tymi instrumentami inwestorów zagranicznych. Nabywają oni zarówno papiery denominowane w walutach obcych, jak i w złotówkach. Według danych na koniec września 2013 r., w rękach inwestorów zagranicznych były instrumenty na łączną kwotę 448,5 mld PLN, co

stanowiło niemal 53% łącznej kwoty zobowiązań Skarbu Państwa. Ich własnością jest także ponad 30% papierów skarbowych wyemitowanych w polskich złotych i przeznaczonych na polski rynek. Duże zainteresowanie zagranicznych inwestorów instrumentami dłużnymi Skarbu Państwa RP pomaga zabezpieczyć finansowanie rosnących potrzeb pożyczkowych sektora publicznego.

Nadchodzące zmiany w świecie podatków

Radosław Witczak

Dr, Uniwersytet Łódzki, Instytut Finansów

Zbliżający się kolejny Nowy Rok zwiastuje zwykle zmiany. Nie omijają one również świata finansów, a szczególnie podatków. Istotne nowości występują w podatku od towarów i usług, a także w przyszłości w ordynacji podatkowej.

Ustawa o podatku od towarów i usług (dalej VAT) została znowelizowana w bardzo szerokim zakresie. Część zmian dotyczy powstawania obowiązku podatkowego oraz odliczania podatku naliczonego. Do 2013 r. obowiązek podatkowy dla dostawy towarów i świadczenia usług powstawał z chwilą wydania towaru lub wykonania usługi. Jednakże w przypadku, gdy transakcje powinny być potwierdzone fakturą, a taka sytuacja bardzo często występowała w obrocie gospodarczym, obowiązek podatkowy powstaje z chwilą wystawienia faktury, nie później jednak niż w 7 dniu, licząc od dnia wydania towaru lub wykonania usługi (por. art. 29 ust. 1 i 4 VAT). Takie sformułowanie przepisów dawało możliwość przesunięcia obowiązku podatkowego w pewnych warunkach.

Od 2014 r. obowiązek podatkowy dla dostawy towarów i świadczenia usług powstaje z chwilą wydania towaru lub wykonania usługi (por. art. 29a VAT). Zmniejsza się jednak znacznie liczba wyjątków. Spowoduje to, że dla znacznie większej liczby zdarzeń obowiązek podatkowy powstanie według zasady ogólnej. Tym samym wydanie towaru, wykonanie usługi będzie decydować o powstaniu obowiązku podatkowego, a nie fakt wystawienia faktury. Prawodawca zdecydował się na wskazanie pewnych wyjątków od ogólnej zasady. Dotyczą one usług świadczonych w sposób ciągły, niektórych rodzajów usług np. usług budowlanych lub budowlano-montażowych lub usług telekomunikacyjnych, dostarczania prądu.

Od 2014 r. podatek naliczony można będzie odjąć od podatku należnego w rozliczeniu za okres, w którym w odniesieniu do nabytych lub importowanych przez podatnika towarów i usług powstał obowiązek podatkowy (por. art. 86 ust. 10 VAT). W efekcie to nabywca będzie również ponosił konsekwencje błędnego zidentyfikowania momentu powstania obowiązku podatkowego przez sprzedawcę, poprzez nieprawidłowe odliczenie podatku naliczonego.

Nowy Minister Finansów zapowiedział wprowadzenie nowego kodeksu podatkowego, który w przyszłości ma zastąpić obecnie obowiązującą ordynację podatkową (por. *Rzeczpospolita* z 25 października 2013 r. wyd. el.) Warto zauważyć, że propozycje znacznych zmian ordynacji podatkowej zgłaszał również świat nauki (por. Dzwonkowski H. (red.), *Konferencja: Zmiany w Ordynacji podatkowej, Projekt ustawy – Ordynacja podatkowa*, Warszawa, 8 stycznia 2013 r., Warszawa 2013 r.).

Koniunktura w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych

Artur Zimny

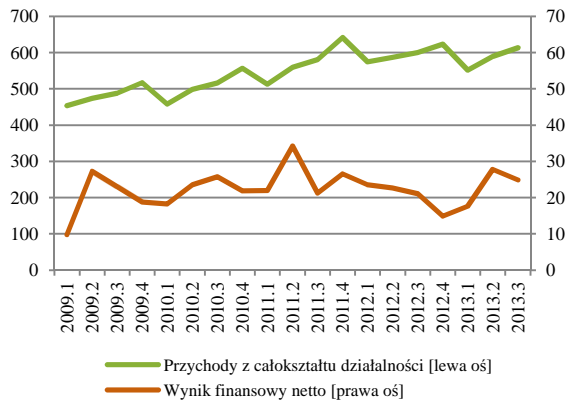
Dr, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP

Po nastaniu ogólnoświatowego spowolnienia gospodarczego, zapoczątkowanego krachem na rynku kredytów w USA i bessą na giełdach (lata 2007–2008), najlepszym okresem dla polskich przedsiębiorstw niefinansowych wg danych GUS był rok 2011, w którym ich przychody wzrosły wobec roku poprzedniego o 12–13% i poprawiła się zyskowność działalności (wskaźnik rentowności obrotu netto wyniósł 4,5%, a za sam 2. kwartał 6,1%). Także płynność uległa poprawie, wskaźnik płynności II stopnia (podwyższonej) na koniec 2011 r. miał wartość 105,5%, a I stopnia (\approx gotówkowej) 38,1%. Rok 2012 przyniósł jednak wyhamowanie tej dynamiki, w 4. kwartale 2012 r. i I kwartale 2013 r. łączne przychody polskich firm były nawet niższe (o 2–4%), niż w analogicznych okresach rok wcześniej. O wiele głębsze spadki dotknęły łączny wynik finansowy za ten okres.

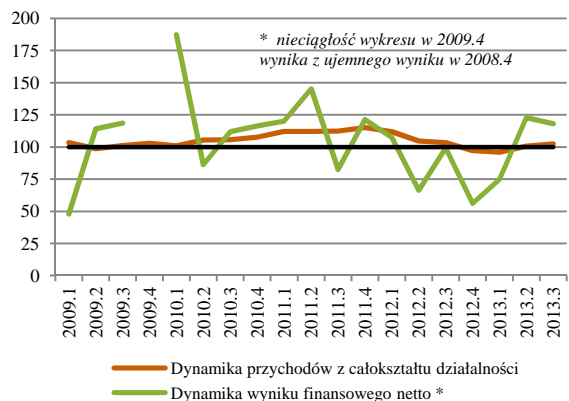
Dane za 2. kwartał 2013 r. przyniosły pierwsze sygnały ożywienia, kontynuowanego w kwartale następnym. Łączne przychody przedsiębiorstw niefinansowych w 3. kwartale wzrosły wobec odnotowanych w analogicznym okresie roku 2012 o 2,3%. Wyż-

sze wzrosty wykazały poszczególne sekcje: największe wolumenowo przetwórstwo przemysłowe (wzrost o 3,3%), przedsiębiorstwa handlowe (wzrost o 3,2%) oraz branża energetyczna (wzrost o 3,6%).

Średnią ogółu przedsiębiorstw zaniża buďownictwo, które od ponad roku wykazuje dynamikę sprzedaży gorszą od innych branż.



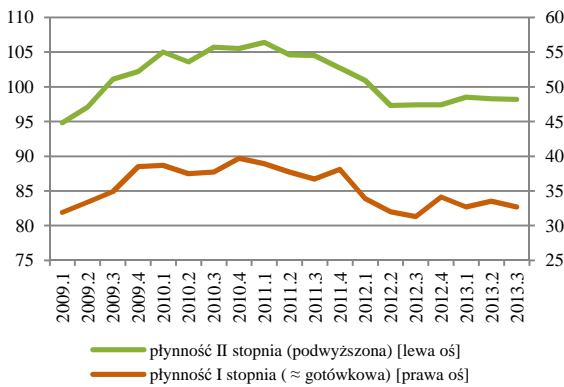
Wykres 1. Kwartalne wyniki przedsiębiorstw niefinansowych [mln zł]



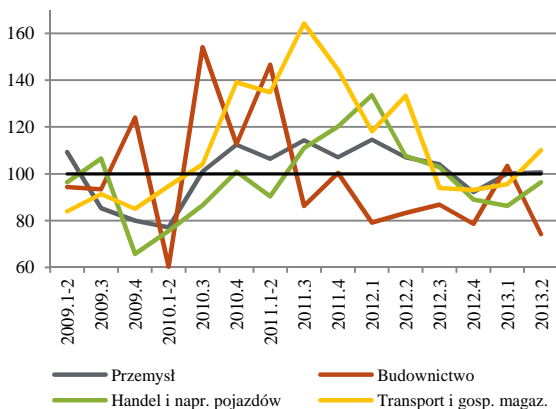
Wykres 2. Dynamika wyników kwartalnych [analogiczny kwartał roku poprzedniego = 100]

Przychody tej sekcji w 3. kwartale 2013 r. były o 14,6% niższe od odnotowanych w 3. kwartale 2012 r.

Ożywienie wydaje się bardziej widoczne przy analizie danych dotyczących wyniku finansowego; łącznie dla przedsiębiorstw niefinansowych był on w 3. kwartale 2013 r. o 18,2% wyższy, niż w analogicznym okresie rok wcześniej, dzięki czemu również rentowność obrotu netto za 3. kwartał (wynosząca 4,1%) była wyższa niż przed rokiem (3,5%). Lepszy niż rok wcześniej wynik za 3. kwartał odnotowały prawie wszystkie główne sekcje przedsiębiorstw, zwłaszcza firmy budowlane (wzrost o 116,2%).



Wykres 3. Wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych [%]



Wykres 4. Dynamika nakładów inwestycyjnych [analogiczny kwartał (półroczcie) roku poprzedniego = 100]

Jest to kontynuacja dynamicznej poprawy, bowiem w 2. kwartale 2012 r. notowano już zysk wobec straty w analogicznym okresie rok wcześniej. Firmy energetyczne odnotowały wzrost o 44,0%, przetwórstwo przemysłowe – o 21,6%, a handlowe – o 6,2%; przychody branży transportowej spadły o 7,7%. Najwyższą rentowność obrotu netto osiąga sektor energetyczny (7,5% w 3. kwartale), relatywnie niska jest ona z kolei wśród firm handlowych (1,4%), które jednak mają niskie marże wpisane w swą specyfikę. Dla budownictwa wskaźnik wyniósł zaledwie 0,8%. Potwierdzeniem trwającego ożywienia są najnowsze dane GUS dotyczące dynamiki

PKB: w 3. kwartale 2013 r. wzrósł on o 1,9% (1,7% po skorygowaniu o sezonowość), jest to najlepszy wskaźnik w ciągu ostatnich 5 kwartałów.

W porównaniu z rosnącą rentownością poprawa płynności następuje stosunkowo wolno, wskaźniki płynności I i II stopnia dla ogółu przedsiębiorstw niefinansowych osiągnęły na koniec 3. kwartału wartości odpowiednio 32,7% oraz 98,2%, co jest wynikiem niewiele lepszym niż wykazany rok wcześniej, gdy były one na najniższych poziomach od 2009 r. (wynosząc odpowiednio 31,3% oraz 97,4%). Powodem tej dysproporcji jest zapewne specyfika obrotu sektora przedsiębiorstw: stosowanie odroczonej płatności powoduje przesunięcie w czasie pieniężnego pokrycia wykazanej wcześniej sprzedaży, przez co gotówka pojawia się na kontach i w kasach firm później, niż zaksięgowane przychody i wynikająca z nich rentowność memoriałowa. Wyraźny wzrost płynności notuje branża energetyczna (mająca tradycyjnie wskaźniki wyższe od

innych branż), pozostałe główne sektory wykazują tylko nieznaczne zmiany w tym zakresie.

Dynamika inwestycji od drugiej połowy 2012 r. była słaba, łączna wartość nakładów w poszczególnych kwartałach była niższa, niż w analogicznych okresach rok wcześniej. Jednak w 2. kwartale 2013 r. inwestycje ogółem stanowiły 100,1% analogicznych nakładów rok wcześniej, co sugeruje koniec tendencji spadkowej

(wstępne dane za 3. kwartał 2013 r. wskazują już wzrost nakładów o 2,2%). W przemyśle wykazano w 2. kwartale zbliżoną wartość nakładów, co rok temu (wzrost o 0,6%), ale w ramach samego przetwórstwa przemysłowego wzrost wyniósł już 8,7%; także sektor transportowy poniósł inwestycje większe (o 10%), niż w 2. kwartale 2012 r. Średnią łączną zaniża ponownie zwłaszcza budownictwo; w tej branży wartość inwestycji była o 25,8% niższa, niż rok wcześniej.

Koniunktura giełdowa

Artur Zimny

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

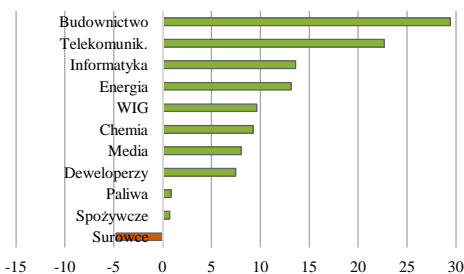
Na warszawskiej giełdzie trend spadkowy, jaki wystąpił po ogólnoświatowym krachu w latach 2007–2008, odwrócił się w marcu 2009 r., od tego czasu odnotowano jedną głębszą korektę (w sierpniu 2011 r.), zaś od czerwca 2012 r. indeksy nadal rosną. Na 02.12.2013 stopa zwrotu z indeksu WIG wynosiła 19,1% w skali ostatniego roku, 9,7% w ciągu ostatniego kwartału oraz –0,1% w ostatnim miesiącu. Indeks jest w wyraźnym kanale wzrostowym. Kilka niedawnych minimów tworzy nową linię wsparcia, wyznaczającą węższy kanał; jej przebicie w dół zapoczątkowałoby zapewne korektę aż do niższej linii wsparcia. Jeśli do przebicia nie dojdzie, należy się spodziewać kontynuacji trendu wzrostowego.

W ostatnim roku (jak i krótszych podokresach) najwięcej zyskiwały indeksy branży budowlanej; słaba koniunktura w budownictwie dołowała wyceny spółek z tego sektora, czyniąc z nich potencjalnie atrakcyjne okazje inwestycyjne, stąd zapewne rosnące notowania. W ostatnim miesiącu wzrosty te zostały jednak nieco skorygowane. W ostatnim półroczu, po znacznych

spadkach w lutym 2013 r., dynamicznie wzrastają też notowania spółek telekomunikacyjnych. Z kolei niskie (często ujemne) stopy zwrotu w ostatnim roku, jak i krótszych podokresach, dały indeksy spółek spożywczych i surowcowych. W ostatnim miesiącu dodatnie stopy zwrotu wykazały tylko indeksy spółek paliwowych, telekomunikacyjnych i energetycznych.



Wykres 1. WIG w okresie 03.06.2013–02.12.2013
[dane za: Stooq.pl]



Wykres 2. Stopy zwrotu z indeksu WIG i indeksów branżowych w okresie 02.09–02.12.2013
fw %: dane za: Stooq.pl

Sytuacja gospodarcza w Polsce na koniec 3. kwartału 2013 r.

Michał Zygmunt
Piotr Kapusta

Studenckie Koło Naukowe Analiz i Prognozowania Gospodarczego 4Future na wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego

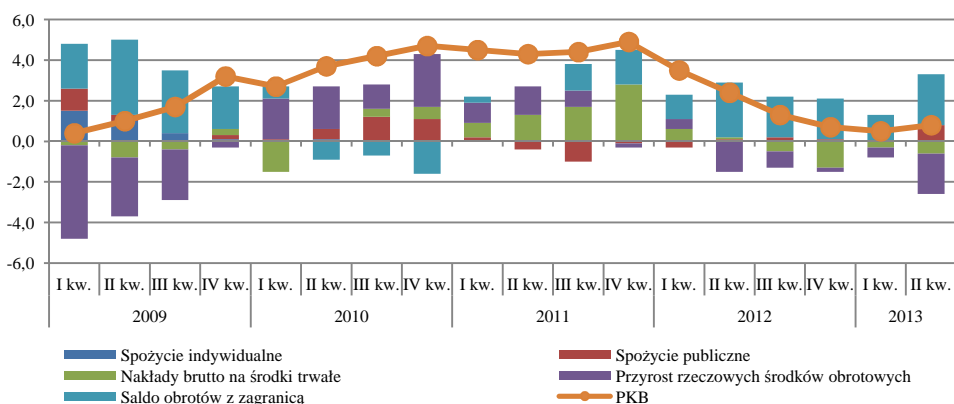
Wzrost gospodarczy

Zwalczanie skutków globalnego kryzysu finansowego narzędziami fiskalnymi doprowadziło do kolejnego spowolnienia gospodarczego spowodowanego problemami finansów publicznych w gospodarce, co na polskiej gospodarce odbiło się poprzez osiągnięcie po szesnastu kwartałach kolejnego minimum cyklu koniunkturalnego. Byłoby to zgodne z najkrótszym cyklem koniunkturalnym wyróżnianym w ekonomii – cyklem Kitchina.

Wzrost Produktu Krajowego Brutto w cenach z roku poprzedniego wyniósł w drugim kwartale 2013 r. 0,8% (w porównaniu, w pierwszym kwartale wyniósł on

0,5%). PKB w cenach bieżących wyniósł w pierwszym półroczu 773,6 mld zł. Jest to o 14,3 mld zł więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego, a nominalne tempo wzrostu PKB wyniosło 1,9%. Analogicznie do poprzedniego spowolnienia gospodarczego, które miało miejsce w 2009 r. popyt krajowy miał ujemny wpływ na wzrost gospodarczy, natomiast jedyną składową PKB wpływającą dodatnio było saldo obrotów z zagranicą. Dekompozycję skali wpływu poszczególnych kategorii na wzrost realny PKB przedstawiono na wykresie.

O ile spożycie indywidualne w pierwszym półroczu 2013 r. pozostawało na tym samym poziomie co w zeszłym roku, to wyraźnie ujemny wpływ na wzrost realny PKB miała akumulacja – zarówno nakłady trwale na środki trwałe brutto, jak i inwestycje w zapasy zmniejszyły się realnie w stosunku rocznym. Natomiast pomimo oficjalnych zapowiedzi rządu dotyczących zmniejszenia wydatków publicznych, spożycie publiczne w 2. kwartale br. wzrosło realnie o 4,3%.



Wykres 1. Dekompozycja struktury realnego wzrostu PKB (punkty proc.)

Źródło: GUS – Rachunki narodowe: wstępny szacunek PKB 2 kwartał 2013 r.

Analizując dane publikowane przez Narodowy Bank Polski na temat inwestycji zagranicznych¹, można wyciągnąć wnioski, że na coraz mniejszy napływ kapitału zagranicznego do Polski składają się zarówno malejąca dynamika inwestycji bezpośrednich, jak i portfelowych. Zmniejszona skala inwestycji bezpośrednich przełożyła się z pewnością w znaczącym stopniu na ujemną dynamikę nakładów brutto na środki trwałe w I półroczu 2013 r. Jak już wyżej zostało wspomniane, jedyną składową PKB pozytywnie wpływającą na wzrost gospodarczy w ostatnim roku jest saldo obrotów z zagranicą. Po raz pierwszy w historii publikowania danych przez NBP dotyczących salda obrotów bieżących, Polska zanotowała dodatni bilans handlowy (nadwyżka eksportu nad importem). Główną przyczyną tego zjawiska był wzrost dynamiki eksportu wraz z jednoczesnym spadkiem importu. Dane dotyczące importu potwierdzają zmniejszoną aktywność gospodarczą podmiotów prowadzących działalność w Polsce.

Rynek pracy i sytuacja społeczna

Sytuacja na rynku pracy na koniec trzeciego kwartału nie poprawiła się znacząco. Stopa bezrobocia rejestrowanego osiągnęła poziom 13,0% i była mniejsza niż w pozostałych miesiącach bieżącego roku głównie ze względu na czynniki sezonowe. Brak wzrostu stopy bezrobocia w październiku może być wynikiem polepszenia się koniunktury gospodarczej. Być może rosnący trend liczby bezrobotnych zostanie wyhamowany i coraz więcej osób będzie mogło znaleźć pracę.

W sektorze prywatnym pod koniec września 2013 r. pracowało 5 495 tys. osób czyli o 0,3% mniej niż przed rokiem. Z opublikowanego przez Główny Urząd Statystyczny raportu dotyczącego sytuacji przedsiębiorstw zatrudniających do 9 osób² wynika, że zatrudnienie w tych przedsiębiorstwach pod koniec 2012 r. spadło o 1% w stosunku do 2011 r.

Rosną wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 pracowników. Przeciętne wynagrodzenie pod koniec trzeciego kwartału wyniosło 3 770,91 zł. Z powodu niskiej inflacji rosną płace realne – o 2,6% w stosunku rocznym (we wrześniu).

Inflacja i stopy procentowe

Stopa inflacji konsumenckiej w pierwszych trzech kwartałach kształtowała się na poziomie poniżej celu inflacyjnego NBP³. Głównych determinantów mniejszej dynamiki wzrostu cen koszyka konsumenta można dopatrywać się w: podwyższonych stopach NBP pod koniec ubiegłego roku (średnioterminowy okres oddziaływania polityki pieniężnej⁴), spadku cen ropy naftowej wyrażonych w złotych, zmniejszonej presji popytowej oraz braku wyraźnej presji na wzrost płac. Niska inflacja na początku roku oraz spowolnienie gospodarcze skłoniły Radę Polityki Pieniężnej do obniżki stóp procentowych. Stopa referencyjna NBP została obniżona do 2,5%, czyli poziomu najniższego w historii III RP.

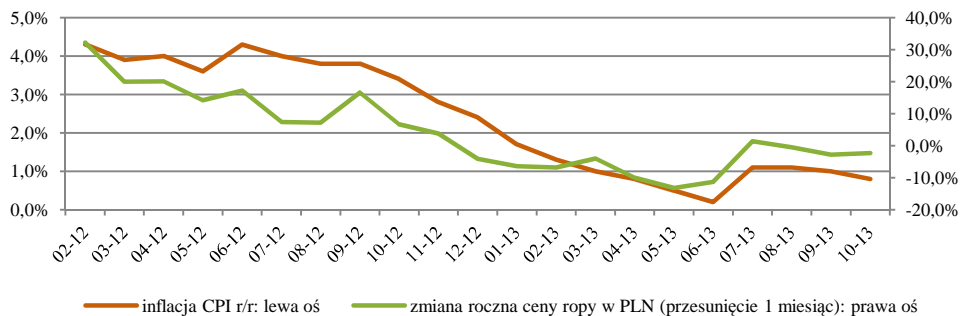
¹ Bilans płatniczy miesięczny:

http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bilans_platniczy/bilansplatniczy_m.html.

² Działalność gospodarcza przedsiębiorstw o liczbie pracujących do 9 osób w 2012 r., http://www.stat.gov.pl/gus/5840_7077_PLK_HTML.htm.

³ Ciągły cel inflacyjny NBP wynosi 2,5% z możliwością odchylenia do 1 p.p. w górę lub w dół: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/polityka_pieniezna.html

⁴ A. Sławiński, *Polityka pieniężna*, C. H. Beck, Warszawa 2011, s. 38.

Wykres 2. Inflacja CPI a zmiany w cenach ropy naftowej wyrażonej w PLN⁵

Źródło: Inflacja – GUS, cena ropy naftowej oraz kurs USD/PLN – www.stooq.pl, obliczenia własne.

Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymuje się nadal (dane za październik) na istotnie niższym poziomie niż w zeszłym roku. Z najnowszej projekcji inflacji⁶ wynika, że wskaźnik CPI będzie utrzymywać się poniżej celu inflacyjnego aż do końca 2015 r. (projekcja centralna). Taki rozwój sytuacji byłby na pewno korzystny dla społeczeństwa, którego realna siła nabywcza zwiększyła by się.

Perspektywy na najbliższe cztery kwartały

Przypuszczalnie już w trzecim kwartale br. zaczęto odbudować się spożycie indywidualne. Wskazują na to dane o wzroście sprzedaży detalicznej, dynamice wzrostu płać w sektorze przedsiębiorstw oraz rosnące wskaźniki ufności konsumenckiej

(BWUK i WWUK). W odpowiedzi na zwiększony popyt, przedsiębiorstwa będą musiały zwiększyć wykorzystanie swoich mocy produkcyjnych. Średnia wartość indeksu Purchasing Managers Index (PMI) w trzecim kwartale br. wyniosła 52,3 pkt., osiągając poziom najwyższy od drugiego kwartału 2011 r., co może wskazywać na znaczną poprawę sytuacji w sektorze przetwórstwa przemysłowego. Te pozytywne sygnały znacząco wpływają na ocenę przyszłej dynamiki wzrostu gospodarki, która według wstępnego odczytu za trzeci kwartał 2013 r. rosła w tempie 1,9% r/r. Przyczynia się to do korekty wcześniejszych prognoz oraz sprawia, że przewidywania analityków dotyczące wzrostu PKB w ostatnim kwartale 2013 r. na poziomie 2%, a w następnych kwartałach powyżej 2% są uzasadnione.

⁵ Zmiana ceny ropy naftowej zobrazowana na wykresie została policzona według wzoru:

$$\frac{BRENT \max_t + BRENT \min_t}{2} * \frac{USDPLN \max_t + USDPLN \min_t}{2} - \frac{BRENT \max_{t-12} + BRENT \min_{t-12}}{2} * \frac{USDPLN \max_{t-12} + USDPLN \min_{t-12}}{2} - 1$$

gdzie:

BRENT – cena kontraktów na ropę BRENT,

USDPLN – kurs dolar–złoty,

max – maksimum ceny w danym miesiącu,

min – minimum ceny w danym miesiącu.

⁶ *Raport o inflacji*, NBP, Warszawa, listopad 2013, s. 65.

⁷ *Koniunktura konsumencka październik 2013 r.*, http://www.stat.gov.pl/gus/5840_7566_PLK_HTML.htm.

Wzrost gospodarczy w 2014 r. powinien pobudzić inwestycje. Pozytywnie na nakłady brutto na środki trwałe może wpłynąć napływ środków z budżetu unijnego zaplanowanego na lata 2014–2020 oraz poprawiająca się sytuacja w sektorze przedsiębiorstw oraz budownictwie.

Rządowy program wsparcia kredytów hipotecznych „Mieszkania dla Młodych” oraz niskie stopy procentowe mogą wykreować dodatkowy popyt inwestycyjny.

Prognozowana poprawa sytuacji gospodarczej w najbliższych kwartałach może nie wpłynąć znacząco na wzrost zatrudnienia. Pracodawcy nadal wskazują, że jedną z głównych barier w prowadzeniu działalności przemysłowej oraz budowlanej są wysokie koszty pracy⁷. Zwiększona aktywność gospodarcza w 2014 r. spowoduje

duże zapewne zmniejszenie stopy bezrobocia, jednak nie poniżej poziomu 12%.

Podstawowym czynnikiem ryzyka w prognozach inflacji są przyszłe ceny surowców. Z jednej strony brak presji popytowej może stabilizować ceny surowców (przede wszystkim energetycznych), z drugiej strony gospodarka globalna może wejść w niedalekiej przyszłości w inflacyjną fazę ożywienia gospodarczego charakteryzującą się wzrostem cen surowców. Członkowie Rady Polityki Pieniężnej wskazują, że spodziewane ożywienie gospodarcze w pierwszym półroczu 2014 r. nie spowoduje domknięcia luki popytowej, dlatego powinna zostać zachowana stabilność cen w najbliższym okresie⁸. Jednak konsensus rynkowy oczekuje, że w przyszłym roku inflacja będzie utrzymywać się w celu inflacyjnym RPP.

⁷ *Koniunktura konsumencka październik 2013 r.*, http://www.stat.gov.pl/gus/5840_7566_PLK_HTML.htm.

⁸ Por. *Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 2 października 2013 r.*, http://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/minutes/mi_x2013.pdf.

Koordinacja polityki pieniężnej i makroostrożnościowej w utrzymaniu stabilności gospodarczej

Andrzej Bugus

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

Doświadczenia ostatniego kryzysu finansowego i jego destabilizacyjnego wpływu na realną gospodarkę (spadek produkcji, wzrost bezrobocia) są przesłanką do tworzenia nowych rozwiązań w funkcjonowaniu polityk makroekonomicznych. Dotyczy to szczególnie polityki pieniężnej banków centralnych, polityki fiskalnej rządów oraz polityki makroostrożnościowej.

W polityce pieniężnej głównym wyzwaniem jest większa elastyczność w określaniu horyzontu czasowego celu inflacyjnego oraz rozszerzenie portfela aktywów w kwantyfikacji celu finalnego (uwzględnienie aktywów systemu finansowego i przeciwdziałania boomom kredytowym). Konieczne jest zwiększenie współzależności polityki fiskalnej i pieniężnej. Wyrażać się to powinno przede wszystkim w konieczności większej wymienialności ich restrykcyjności. Konieczność stabilizowania cen przy ekspansywnej polityce fiskalnej wymagać musi umocnienia restrykcyjności polityki pieniężnej. Nato-

miast zaciśnięcie polityki fiskalnej umożliwia „poluzowanie” polityki pieniężnej.

Nowym wyzwaniem dla stabilności makroekonomicznej i ograniczenia ryzyk nierównowag obok modyfikacji wymienionych polityk jest skoordynowanie z nimi polityki makroostrożnościowej. Dotychczas uważano, że równowaga makroekonomiczna jest naturalnym skutkiem „reżimów ostrożnościowych” mikropodmiotów gospodarczych. Okazało się jednak, że stabilność ogólnogospodarcza zależy także od ryzyka systemowego. Tak więc dotychczasowa polityka pieniężna i fiskalna powinna być skoordynowana z polityką makroostrożnościową. Tak wyróżnione polityki stanowią fundament polityki makroekonomicznej.

Głównym obszarem koordynacji polityki pieniężnej i makroostrożnościowej jest kształtowanie wybranych agregatów kredytowych oraz uwzględnianie cen innych aktywów tradycyjnie nie zaliczonych do koszyka inflacji (nieruchomości, kursów akcji itp.). W ten sposób polityka makroostrożnościowa stać się może instrumentem polityki antycyklicznej w wymiarze

długookresowym. Koordynacja wyraża się więc przede wszystkim w tym, że polityka pieniężna stabilizuje klasyczne cykle koniunkturalne, a polityka makroostrożnościowa zorientowana jest na stabilizowanie dłuższych cykli finansowych.

Wprowadzenie do systemu stabilizowania równowagi makroekonomicznej polityki makroostrożnościowej stwarza potrzebę nowych rozwiązań instytucjonalnych. Dotychczasowe doświadczenia wskazują na dominującą rolę banków centralnych w powstających instytucjach. Mają one duże doświadczenie w przeprowadzaniu analiz gospodarczych oraz posiadają atrybut niezależności. Należy oczekiwać, że również w Polsce powstanie instytucja do prowadzenia polityki makroostrożnościowej, w której kluczową rolę będzie pełnił NBP. Pozwoli to zrealizować zalecenia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego do tworzenia na poziomie krajowym instytucji odpowiedzialnej za politykę makroostrożnościową. Takie rozwiązanie instytucjonalne pozwoli również w większym stopniu skoordynować politykę pieniężną i makroostrożnościową.
